



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**FINANZA COMPORTAMENTALE E  
CONSULENZA**

Prof.  
Gianluca Mattarocci  
RELATORE

219101  
Carlo Ferraris  
CANDIDATO

Anno accademico 2019/2020

# INDICE

## Sommario

INTRODUZIONE.....	7
CAPITOLO 1.....	8
1.1 Uomo Economico vs uomo Comportamentale.....	9
1.2 Euristiche.....	11
1.2.1 Euristiche della Disponibilità.....	11
1.2.2 Euristiche della Rappresentatività.....	12
1.2.3 Euristiche dell' Affetto.....	13
1.2.4 Euristiche della Conferma.....	13
1.3 Bias collegati alle Euristiche.....	14
1.3.1 Bias creati dall' Euristiche della Disponibilità.....	14
1.3.2 Bias creati dalla Rappresentatività.....	15
1.3.3 Bias creati dalla Conferma.....	17
1.4 Framing e Contabilità Mentale.....	19
1.5 Inferenze date dall' Euristiche dell'affetto.....	21
Conclusioni.....	25
CAPITOLO 2.....	26
Introduzione.....	26
2.1 La Figura del Consulente Finanziario.....	26

2.1.1 Consulenza dipendente e indipendente.....	27
2.1.2 Mifid 1 e Mifid 2.....	28
2.1.3 Attuazione e Risultati della direttiva Mifid 2 oggi.....	31
2.2 Gli Investitori Italiani.....	32
2.2.1 Confronto con altri paesi europei.....	33
2.2.2 Caratteristiche degli investitori italiani.....	33
2.2.3 Errori comuni nel processo d'investimento.....	35
2.3 L'importanza del ruolo della consulenza.....	38
2.3.1 Caratteristiche del soggetto che fa uso di consulenza.....	38
2.3.2 Prospettive Future della consulenza.....	41
Conclusioni.....	43
CAPITOLO 3.....	45
Introduzione.....	45
3.1 Conoscere il Cliente.....	45
3.1.1 Obiettivi del cliente.....	45
3.1.2 Profilo di rischio del cliente.....	47
3.2 Pianificazione finanziaria.....	49
3.2.1 La Piramide stratificata.....	50
3.3 Debiasing.....	51
3.4 Correzione degli errori cognitivi del cliente.....	54
3.4.1 Modifica della Persona.....	55
3.4.2 Modifica dell'ambiente.....	59

Conclusioni.....	62
CONCLUSIONI.....	63
Bibliografia.....	65

## **INTRODUZIONE**

Decidere di investire i propri risparmi in prodotti finanziari risulta spesso difficile per gli individui. Le motivazioni sono diverse, alcune delle più rilevanti sono sicuramente: l'incertezza dei mercati, scandali finanziari e la difficoltà nel reperire informazioni sui titoli circolanti. I fattori quindi che vengono maggiormente considerati sono quelli che esulano dal controllo del singolo e ai quali gli investitori addossano la colpa dei propri mancati guadagni.

Tuttavia la mancanza di risultati e i bassi rendimenti conseguiti spesso non sono solamente frutto di fattori esterni, ma soprattutto di mancanze ed errori del singolo investitore. Un valido aiuto nella correzione di questi errori può essere dato dalla consulenza finanziaria che può fungere sia da guida sia da assicurazione nei confronti degli investitori.

Scopo di questo elaborato sarà quello di studiare l'interconnessione tra consulenza e prevenzione / risoluzione degli errori.

Il Primo capitolo si pone l'obiettivo di descrivere e spiegare gli errori e i fattori che influenzano l'uomo nel prendere delle decisioni e nel fare delle scelte in generale, in particolare in campo economico e in tema di investimenti finanziari. La materia di riferimento sarà la finanza comportamentale di cui verranno trattate le nozioni più celebri e rilevanti. Riferimenti per la trattazione del capitolo saranno soprattutto i lavori di alcuni degli esponenti più importanti di questa scienza tra cui Daniel Kahneman , Amos Tvesky e Richard Thaler.

Nel Secondo capitolo, rispetto al primo, l'ambito dell'intermediazione finanziaria e di mercato sarà più rilevante, perché si analizzerà la consulenza finanziaria e il pubblico degli investitori italiani. Della prima, si prenderà in considerazione la figura professionale, trattando le due diverse forme con cui può presentarsi (se sottoposta a un intermediario bancario o indipendente ) e la legislazione alla quale è sottoposta.

Verranno quindi descritti alcuni dei concetti e delle norme più rilevanti della Normativa MIFID II che ha riguardato in maniera estremamente importante questa figura professionale. Per quando riguarda invece gli investitori italiani l'obiettivo sarà quello di esaminarli sotto vari punti di vista. Quindi partendo dal grado di educazione e conoscenze finanziarie si arriverà poi a vedere come gestiscono i loro soldi e come investono . Si vedrà inoltre nel comportamento degli investitori l'applicazione pratica di molti degli errori trattati nel primo capitolo.

Il Terzo capitolo si occuperà del modo di operare del consulente finanziario. Per prima cosa, affinché il rapporto con cliente risulti essere proficuo, si analizzerà come il consulente dovrà conoscere approfonditamente e guadagnarsi la fiducia della controparte. Successivamente verrà analizzato come vengono pianificati gli investimenti cercando di renderli il più conformi con gli obiettivi e le caratteristiche del cliente. Infine ricollegandosi alla parte più "comportamentale" del

primo capitolo si tratterà di tutte le questioni relative agli aspetti comportamentali del cliente . Quindi dei vari modi con cui il consulente possa intervenire per correggere gli errori commessi dal cliente nel processo decisionale, educandolo a migliorare su vari aspetti che spaziano da una più accurata selezione del informazione a una minore impulsività nelle scelte.

## **CAPITOLO 1**

### **Introduzione**

Quando bisogna effettuare una scelta , che sia finanziaria o meno, la decisione finale presa dall' individuo spesso è frutto di un insieme di fattori , presenti nella mente dell'individuo, di natura psicologica e sociale . Lo studio del processo decisionale può essere effettuato tramite trattazioni scientifiche (matematiche e statistiche) o di natura umanistica ( psicologia e sociologia) . Trattandosi di ambito economico, in particolare di come vengono effettuate le scelte in materia d'investimento, la materia che prenderemo di riferimento sarà la Finanza Comportamentale. Questa scienza utilizza l'irrazionalità dell'investitore per spiegare i fenomeni finanziari, ovvero quella che Richard Thaler<sup>1</sup> (uno dei più celebri economisti comportamentali) definisce come “ tratti umani che influenzano sistematicamente le decisioni individuali e gli esiti di mercato”

Gli uomini sbagliano, ma l'errore che commettono raramente è isolato, anzi tende a ripetersi ciclicamente e frequentemente: la reiterazione dell'errore consente, se analizzato, di categorizzarlo, approfondirlo e, potenzialmente, provare a risolverlo. Ed essendo l'Economia una scienza, come la maggior di queste non può prescindere dal partire, nella sua analisi, dall' uomo, in particolare dal suo comportamento.

### **1.1 Uomo Economico vs Uomo Comportamentale**

Per lungo tempo la rilevanza del comportamento e dei meccanismi psicologici dell'individuo è stata trascurata dalle scienze economiche tradizionali. Nonostante l'aspetto umanistico fosse presente e importante negli studi di quello che è considerato il padre degli economisti ovvero Adam Smith (soprattutto nel testo “Teoria dei Sentimenti Morali”) essa perse progressivamente di rilevanza a discapito dell'ipotesi di perfetta razionalità degli individui presente nella teoria dell'“Utilità Attesa”. In tale teoria, il soggetto/i che vi opera è definito “ Uomo Economico “, il quale viene definito come

---

<sup>1</sup> Richard Thaler all' Accademia delle scienze svedesi

<sup>2</sup> “ astratta semplificazione della complessa realtà umana, del cui agire nella complessa realtà sociale, si colgono solo le motivazioni economiche legate alla massimizzazione della ricchezza”. Le caratteristiche fondamentali sono quindi: la perfetta razionalità e la ricerca della massimizzazione della propria utilità/benessere, cercando di sostenere costi minori possibili. Un'altra ipotesi fondamentale, affinché la scelta venga compiuta nel modo più razionale possibile, è la “Perfetta informazione”, nella quale il soggetto possiede una visione completa e conosce tutti gli elementi, in modo tale da analizzare, prevedere e poi scegliere quello più conveniente. Negli anni questa teoria fu molto criticata su molti punti di vista : 1) per la sua irrealtà, data dall'impossibilità di possedere un'informazione perfetta 2) per la sua, secondo alcuni, immoralità ed egoismo, poiché il soggetto tende a trascurare qualsiasi tipo di altruismo 3) la mancata considerazione dell'incidenza dell'ambiente sociale e esterno sulle decisioni del soggetto e 4) inverosimiglianza della perfetta razionalità: l'uomo ha una razionalità limitata poiché essa è fortemente influenzata sia da caratteristiche endogene al soggetto (emozioni, sentimenti ecc.) sia da caratteristiche esogene, ovvero quelle date dal contesto in cui vive. Anche per quanto riguarda il processo decisionale<sup>3</sup>, sono presenti molte teorie normative che spiegano come un soggetto dovrebbe compiere una scelta. Tra le varie teorie, è rilevante ad esempio, quella del Change Management con le tesi di Kurt Lewin<sup>4</sup> e Kubler – Ross, oltre alle celebri sei fasi del Decision making:

1. Definire il problema
2. Identificare i criteri
3. Attribuire un peso ai criteri
4. Generare alternative
5. Attribuire ogni alternativa ad un criterio
6. Prendere la decisione ottimale

Nonostante la indiscussa valenza prescrittiva di tale teoria, la cui applicazione può portare ad un miglioramento delle decisioni, difficilmente un soggetto spontaneamente per effettuare una scelta, opererebbe in questo modo. È più probabile invece che un individuo piuttosto che farsi guidare e influenzare da tutti gli elementi precedentemente elencati, utilizzando un ragionamento analitico, razionale e che segue un iter definito, preferisca invece affidarsi all'intuito, al coinvolgimento emotivo, alle informazioni e ai luoghi comuni che gli vengono in mente, andando a commettere svariati errori cognitivi<sup>5</sup>. La trattazione di questi errori è uno degli argomenti principali della

<sup>2</sup> Treccani 2017 “ homo oeconomicus “

<sup>3</sup> “Judgment in Managerial decision making “ M. Bazerman, A. Moore ( 7<sup>th</sup> edition)

<sup>4</sup> “Teoria del campo di Lewin “ Nicola Papparella (2019).

<sup>5</sup> “Kurt Lewin change model ; Critical review of the rule of leadership and employee involvement in organizational change”

Finanza comportamentale, scienza descrittiva che a differenza di quella prescrittiva spiega come i soggetti effettivamente prendono le decisioni. Questa scienza, si sviluppò a partire dagli anni 70 tramite vari studiosi, tra cui fra i più rilevanti sono l'economista Shiller e gli psicologi israeliani Kahneman e Tversky; il loro approccio venne inizialmente fortemente criticato dagli economisti più ortodossi poiché, come detto ad inizio paragrafo, per molti anni non ci fu spazio nelle teorie economiche per tematiche umanistiche. Tuttavia, ora, a 40 anni dai primi lavori di questi studiosi e di altri ricercatori, tali studi sono considerati estremamente significativi e utili perché forniscono un modo nuovo per analizzare la realtà circostante. Tramite la lettura e la comprensione dei temi trattati in questa materia, si può aiutare l'individuo a crescere a livello personale, aumentando la consapevolezza di sé stesso e di cosa c'è dietro una decisione.

Il principale contributo degli studi in materia di processo decisionale e di psicologia umana contenuti nella Finanza comportamentale viene dato infatti dalla descrizione e spiegazione di quelli che sono i principali errori che vengono compiuti da un soggetto, sia nei suoi processi cognitivi, ma soprattutto (in questo la rilevanza economica della materia) in materia di investimento e nella costruzione del proprio portafoglio. Nella creazione di quest'ultimo gli individui commettono molti dei principali errori di cui tratta la finanza comportamentale e di cui tratteremo nel corso del seguente capitolo per prendere conoscenza e esaminare questi sbagli che ciascuno di noi commette.

## **1.2 Euristiche**

L'Euristica<sup>6</sup> è una parola che viene dal verbo greco 'eurisco' che significa "trovo", "scopro" e nell'ambito della finanza comportamentale è intesa come un sinonimo di intuizione; l'approccio basato sulle euristiche è un criterio semplificato e poco accurato che permette all'individuo prevedere e prendere informazioni per una data scelta e andare a rielaborare l'informazione a disposizione. Con tale approccio si va a modificare e personalizzare la realtà, creando "nuove regole" che possono portare però inevitabilmente nella maggior parte dei casi a commettere gravi errori. Nonostante questo, gli economisti affermano che molti soggetti vanno a prendere le loro decisioni in questo modo poiché percepiscono l'utilità data dal tempo risparmiato, superiore al costo della potenziale riduzione della qualità della propria decisione. Le principali Euristiche sono quelle della Disponibilità, della Rappresentatività, dell'Affetto e della Conferma.

### **1.2.1 Euristica della Disponibilità**

---

<sup>6</sup> "Pensieri lenti e Veloci" Daniel Kahneman

Si ha quando nel prendere decisioni, i soggetti sono influenzati dalle informazioni che hanno prontamente disponibili, vivide, facili da immaginare e specifiche, che quindi vengono percepite come “segnali forti” andando invece a non considerare o sottovalutare le rappresentazioni più vaghe, difficili da immaginare e con le quali i soggetti hanno poca dimestichezza, queste vengono percepite come “segnali deboli”. La frequenza di una classe di eventi e la probabilità del verificarsi di un evento è limitato alla presenza di esempi e situazioni identiche o simili, reperibili nella nostra memoria. Un vantaggio di questa Euristica è che spesso gli eventi che saltano più prontamente in mente, sono anche quelli il cui verificarsi è più probabile, risultando quindi più frequenti; un esempio può essere il prevenire il successo e l’insuccesso di un’azienda, basando il proprio giudizio su quelle che sono le difficoltà che vengono in mente nel settore in cui questa opera. Nonostante ciò, tale Euristica può portare a gravi errori e può risultare facilmente manipolabile dalle informazioni esterne, portando alla sopravvalutazione o sottovalutazione di un dato evento, poiché la reperibilità e la frequenza dell’informazione può essere influenzata da fattori non correlati con l’oggettivo verificarsi dell’evento in questione.

### **1.2.2 Euristica della Rappresentatività**

Come nella Euristica della Disponibilità, anche in quella della Rappresentatività gli individui tendono a ragionare per analogie , pensando a quanto quella data situazione sia simile a un dato stereotipo che questi vanno a creare nella propria mente; tale metodo di giudizio basato sulla somiglianza, risulta molto meno accurato di un giudizio basato sulle probabilità .Con questa generalizzazione ad esempio si va ad indentificare un soggetto per un determinato attributo e categorizzarlo in una determinata classe o si va a prevedere il successo di una azienda in base alle caratteristiche in comune che questa ha con imprese di successo. Anche in questo caso tale Euristica può fornire un valido contributo nell' elaborazione di un giudizio preliminare in un’analisi, ma sicuramente non è sufficiente e anzi può portare ad errori ancor più gravi di quelli della disponibilità. La ragione è che nella prima gli errori sono solamente dati da un errata percezione della realtà, mentre nella seconda questa visione distorta può portare non solamente ad errori negli investimenti o nella mancata comprensione del potenziale di una start up o impresa, ma anche a comportamenti discriminatori nei confronti di altri individui.

### **1.2.3 Euristica dell’ Affetto**

Mostra come molti dei giudizi e delle prime valutazioni riguardo un dato argomento siano fatti in base alle emozioni e all' affetto, antepoendoli ad ogni tipo di ragionamento più complesso e razionale e spesso utilizzando l'Affetto appunto come criterio per prendere le decisioni. L' Affetto viene utilizzato soprattutto in situazioni in cui il soggetto deve prendere una decisione in poco tempo, dovendo scegliere fra un elevato numero di variabili e situazioni prestabilite. Anche il tipo di visione se ottimistica o pessimistica ha una grande rilevanza nell'ambito degli investimenti come verrà mostrato in seguito. Questa euristica come le precedenti ha sicuramente un'utilità nell'inquadramento della situazione generale e nelle valutazioni preliminari, ma anche essa non può sostituire un'analisi e un ragionamento più approfondito e accurato; ovviamente è impossibile sottovalutare il ruolo significativo e spesso decisivo dell'intuizione, la quale però a parte in rari casi fortunati è frutto dell'esperienza maturata negli anni su dati quantitativi.

#### **1.2.4 Euristica della Conferma**

Mostra come nelle decisioni e nella ricezione delle informazioni, i soggetti tendono a dare un peso superiore a quelle che sostengono il proprio punto di vista e la propria visione, andando a sottovalutare o ignorare quelle che contraddicono quello che è il proprio pensiero, creando nella propria mente quella che viene detta "l'illusione della validità". Questa Euristica e i bias ad essa collegati che vedremo più avanti, mostrano come l'uomo comportamentale, a differenza di quello economico, nel prendere le decisioni più che la scelta che massimizza utilità, tende ad effettuare quella che ritiene più coerente con il proprio pensiero e che stima più concorde con i suoi valori: questa come detto prima potrebbe da un punto di vista utilitaristico non essere quella migliore fra le disponibili.

### **1.3 Bias collegati alle Euristiche**

Il Bias<sup>7</sup>, la cui traduzione è Errore, è più precisamente una distorsione comportamentale (emotiva o cognitiva) che predispone a commettere un errore. Essi quindi sono dei costrutti fondati in modo poco razionale su delle percezioni errate e deformate e quindi differiscono dalle Euristiche, le quali sono piuttosto delle strategie veloci fondate su procedimenti mentali intuitivi. Entrambi comunque sono frutto della pigrizia della mente umana che propende verso decisioni veloci e sbrigative evitando un ragionamento razionale ma sicuramente più impegnativo e faticoso.

<sup>7</sup> "Judgment in Managerial Decision Making" di Max Bazerman, Don A. Moore (7<sup>th</sup> edition)

### **1.3.1 Bias creati dall' Euristica della Disponibilità**

- **Bias dovuti alla recuperabilità degli esempi**

In questo bias un ruolo rilevante è dato dalla familiarità e dalla disponibilità di esempi che vengono in mente che portano a sovrastimare un evento o una classe rispetto a un'altra magari ugualmente numerosa ma meno facilmente ricordabile. Altro fattore rilevante in questo bias è il Tempo, di fatti si tende a sovrastimare e a dare maggior rilevanza a fatti accaduti più di recente rispetto ad altri più lontani.

- **Bias dovuti all' efficacia del sistema di ricerca**

Grande influenza sulle decisioni ha la facilità e la ricorrenza di un evento, in base alle strutture della propria memoria: eventi per la loro più facile rintracciabilità vengono stimati più numerosi (anche se in ugual numero) rispetto ad altri meno facilmente reperibili.

- **Bias dell'Immaginabilità**

Si ha quando in mancanza di informazioni reperibili nella memoria, l'uomo tende a ragionare e creare una regola, in modo da fissare dei parametri per prendere le decisioni. Quindi le valutazioni riguardo la frequenza e la probabilità saranno frutto della facilità con la quale è costruito il modello. Tale ragionamento risulta spesso fallace poiché elementi estremamente rilevanti, ma che non sono in grado di immaginare, non vengono considerati.

- **Bias della Correlazione illusoria**

È frequente nel giudicare una probabilità di due eventi, il basarsi sulla forza del legame associativo tra questi. Se la propria mente crede che ci sia forte nesso tra due eventi, tende a concludere che i due eventi siano inevitabilmente concomitanti e che fra loro ci sia un forte legame di correlazione.

### **1.3.2 Bias creati dalla Rappresentatività**

- **Insensibilità alla probabilità a priori**

Nei giudizi condizionati dalla rappresentatività si è propensi a non tenere conto della frequenza di base dei risultati. Gli individui tendono ad effettuare la loro scelta spesso in base a ragionamenti o evidenze che però non hanno alcuna rilevanza quantitativa, piuttosto che fare un giudizio in base alle probabilità. Questo accade, secondo vari studiosi comportamentalisti, perché la mente non

segue un ragionamento statistico in modo spontaneo, ma come ormai noto, ne segue uno emozionale e irrazionale.

- **Insensibilità alla dimensione di un campione**

Per valutare la frequenza di un dato risultato in un dato campione di popolazione, viene utilizzata questa Euristica. Come afferma Kahneman <sup>8</sup>“La probabilità di un risultato di un campionamento si stima in base alla somiglianza di tale esito con il parametro corrispondente; tale probabilità non dipende dalla grandezza del campione, perché se si stimano le probabilità in base alla rappresentatività, la probabilità stimata di tale campione sarà indipendente dalle dimensioni di quest’ ultimo. I giudizi intuitivi sono influenzati dalle percentuali del campione e non dalla sua dimensione”.

- **Errata concezione del caso**

Questa può essere di due tipi: il primo , è quando si va a ritenere che una sequenza di eventi generata da un processo casuale rappresenti le caratteristiche di tutto il processo, errore molto forte soprattutto quando la sequenza è breve e c’è una elevata presenza di alternanze e una bassa di ripetizioni .Il secondo, è simile e noto come “ L’ Errore del giocatore d ‘azzardo “ , ovvero che dopo una serie di eventi ripetuti ci sarà un ‘inversione di questi , come ad esempio il lancio di una moneta che ha fatto uscire sempre testa ci si aspetterà esca croce , anche se la probabilità di ogni lancio è a se. Questo atteggiamento viene detto “Legge dei piccoli numeri” e fa credere che i piccoli numeri siano altamente rappresentativi del campione da cui sono estratti, per questo si farà l ‘errore di attribuirgli eccessiva importanza.

- **Insensibilità alla prevedibilità**

Nel fare previsioni tra i vari elementi sarà molto facile cadere nei bias della rappresentatività, in particolare il giudizio su vari casi diversi positivo o negativo è inevitabilmente influenzato dalla descrizione che ci viene fatta o che abbiamo nella nostra mente; anche in questo caso secondo Kahneman<sup>9</sup> dovremmo “In mancanza dell’informazione, se non ci stanno previsioni, si dovrebbe fare la stessa previsione per tutti i casi “.

- **Errata concezione della regressione**

Uno dei Bias più prettamente statistici della rappresentatività afferma la scarsa comprensione che hanno i soggetti riguardo al fenomeno della regressione; cioè che eventi estremi tendono a regredire

---

<sup>8</sup> “Pensieri lenti e veloci “ Daniel Kahneman

<sup>9</sup> “Pensieri lenti e veloci” Daniel Kahneman

verso la media nelle situazioni successive. Più che accettarla gli individui tendono a: non considerarla in certi contesti, giustificarla inventando spiegazioni fallaci o categorizzarla come evento rappresentativo di un dato input.

- **Illusione di validità**

Come abbiamo detto le persone scelgono il risultato in base a quanto sia aderente e somigliante all'input. L'ingiustificata sicurezza che si viene a creare tra il risultato previsto e l'input normativo a disposizione, è detto "illusione di validità": questa è presente anche quando si conoscono i fattori limitanti di tale scelta. Quando gli input sono ridondanti e correlati, la fiducia è maggiore (anche se si è studiato che un giudizio è più preciso quando basato su input indipendenti l'uno dall'altro). La ridondanza dei dati diminuisce l'accuratezza quando aumenta la sicurezza e fiducia (spesso però immotivata). La sicurezza sarà un tema approfondito nei prossimi bias.

### 1.3.3 Bias creati dalla Conferma

- **Trappola di conferma**

I soggetti tendono a cercare informazioni che confermino la propria opinione e invece tendono a non cercare informazioni che potrebbero smentirla.

#### **Sopravvalutazione di sé, della conoscenza dell'ambiente e dell'informazioni**

Sono vari i bias collegati con questa errata concezioni di se' e di quello che si ha intorno : 1) **Overconfidence** ,inteso come attributo personale di immotivata sovrastima delle proprie capacità e delle proprie conoscenze ,soprattutto nel prendere decisioni in cui si ha scarsa informazione e può portare al **Bias dell' azione** ovvero la tendenza ad agire e operare sempre anche in situazioni in cui converrebbe non fare niente 2) **Iperottimismo**, a differenza del precedente si collega alla visione del mondo, ovvero ad una sovrastima delle possibilità positive e sottostima di quelle negative. 3) **Illusione di conoscenza**, il possesso di tante informazioni (come affermato prima nell' illusione della validità) illude l'uomo di avere una conoscenza ampia non comprendendo che non è la quantità delle informazioni, ma l'uso che ne viene fatto che fa la differenza. 4) **Illusione controllo**, la tendenza a sopravvalutare il controllo che si ha sui risultati delle proprie decisioni, prendendosi il merito con risultati positivi e attribuendo la colpa ad altri in caso di risultati negativi. 5) **Bias dell' Autocontrollo** la tendenza degli individui a sovrastimare le conseguenze immediate delle proprie azioni e sottostimare invece gli esiti futuri.

- **Giudizio retrospettivo**

Tendenza ad effettuare giudizi ex post, ritenendo che in passato si sarebbero potuti prevedere gli avvenimenti che sono accaduti e che conoscendoli adesso si potranno evitare gli errori commessi in passato ; si viene a creare l'illusione che, concentrandosi su segmenti preselezionati di situazioni già viste, si riuscirà a prendere decisioni meno soggette ad errore. Questa in realtà risulta essere solo un'effimera generalizzazione del "non visto". In questo modo si va a commettere anche un errore di overconfidence e di illusione di comprensione di un mondo che è più complicato e fattuale di come si pensa.

- **Ancoraggio**<sup>10</sup>

Si indentifica come "Ancora" il valore numero, l'evento passato o qualsiasi tipo di informazione posseduta, che è disponibile prima di effettuare una decisione dalla quale non è possibile distaccarsi in maniera sufficiente: di conseguenza si è eccessivamente influenzati quando prendiamo la decisione definitiva.

- **Bias degli eventi congiuntivi e disgiuntivi**

Simile all' Ancoraggio, questa rappresenta la tendenza a sovrastimare la probabilità di eventi congiuntivi e sottostimare quella di eventi disgiuntivi ; questo è dovuto al fatto che poiché l'aggiustamento basato sul punto di partenza del ragionamento (L'Ancora) è spesso insufficiente , gli eventi congiuntivi risultano più vicini a quelli elementari rispetto a quelli disgiuntivi che quindi si stimano essere meno probabili, mentre in realtà la probabilità complessiva di un evento congiuntivo è più bassa della probabilità di ciascun evento elementare , mentre quella di un evento disgiuntivo è più alta.

Altri bias rilevanti che gli individui tendono a compiere e che hanno una particolare importanza per le implicazioni economiche, soprattutto nel processo d'investimento e nella creazione del portafoglio sono:

- **Bias dell' Autocontrollo**

La tendenza degli individui a sovrastimare le conseguenze immediate delle proprie azioni e sottostimare quelle invece future, tendendo quindi a non agire e forzandosi di autocontrollarsi, è il contrario dell'overconfidence ma sempre dannosa poiché può portare ad una miopia delle possibilità di guadagno. In esso vediamo anche il **Bias dell'omissione** (contrario del bias dell'

---

<sup>10</sup> " Cigno nero: Come l'improbabile governa le nostre vite " Nassim Nicolas Taleb (2007)

azione) ovvero della preferenza a non agire piuttosto che fare un'azione che può sembrarci rischiosa.

- **Home Bias**

Tendenza a effettuare azioni (come ad esempio investimento) in aziende che i soggetti sentono più vicine portando ad un'illusione di conoscenza) e per motivazioni affettive.

- **Status quo Bias**

Gli individui tendono a non deviare dal comportamento abituale bensì a rimanere attaccati alla situazione in cui si trovano. Rimanendo legati a quella che è la loro dotazione ovvero lo stato in cui si trovano (Effetto Dotazione).

Tutti questi ultimi bias mostrano una predisposizione dei soggetti alla stabilità e avversione al cambiamento: questi sono collegati al concetto di avversione al rischio e soprattutto avversione alla perdita, che affronteremo nel successivo paragrafo.

## **1.4 Framing e Contabilità Mentale**

Per introdurre il tema del Framing e della Contabilità mentale un buon punto di partenza può essere lo spiegare la Teoria del Prospetto, celebre per essere una delle teorie più significative degli autori Kahneman e Tvesky<sup>11</sup>, oltre che forse una delle più importanti della finanza comportamentale. Essa è essenzialmente uno studio e una rappresentazione descrittiva di come i soggetti operano in situazioni di rischio. Come è noto, la propensione al rischio varia da soggetto a soggetto, ma alcune regole presenti in questa teoria mostrano una validità quasi universale per la propensione comune a preferire un rendimento certo invece di uno incerto, il cosiddetto **Certainty effect**. Questa condizione porta gli uomini a trattare in modo diverso guadagni e perdite . **L'avversione alla perdita** spinge le persone a comportarsi in modo avverso al rischio in situazioni in cui ci sono le stesse possibilità di perdita e di guadagno , poiché il soggetto come detto prima tenderà a preferire sempre un rendimento inferiore ma sicuro piuttosto che uno maggiore ma meno sicuro. L'atteggiamento nei confronti della perdita cambia però se si è esposti già a delle perdite: in quel caso, definito Risk Seeking, il soggetto sarà propenso a rischiare per provare ad evitare di sostenere quel costo, correndo il rischio di avere una perdita complessiva intesa in termini di ricchezza totale

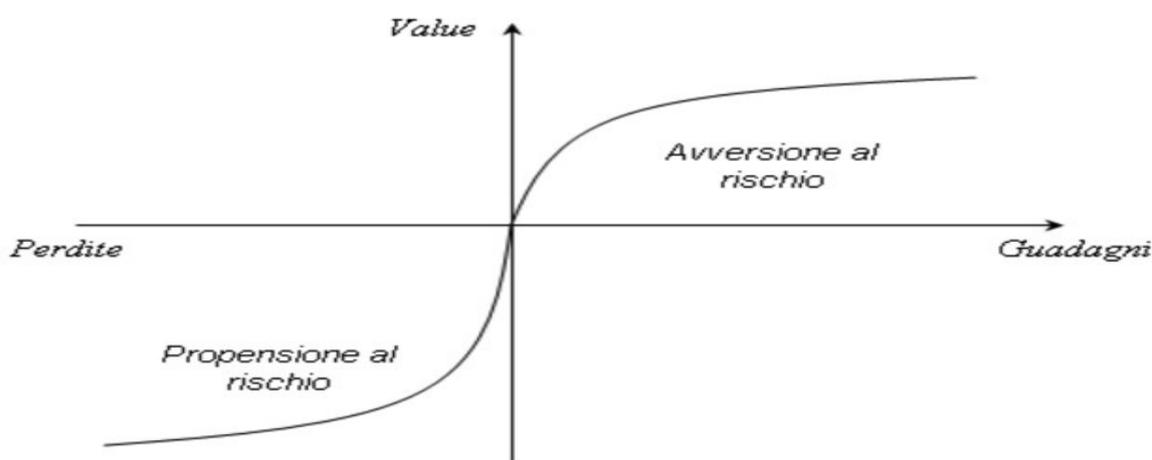
---

<sup>11</sup> "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk " (March 1979)

superiore rispetto alla decisione presa della situazione precedente. Tuttavia, l'analisi della ricchezza totale non è un tipo di ragionamento che i soggetti fanno, concentrandosi più su perdite, guadagni e status quo (per questo in situazioni di perdita si tende a rischiare).

Di fatti nel GRAFICO 1 sottostante vediamo come esso sia definito in base a guadagni e perdite, in entrambi i casi più sono vicine all' origine più il loro valore è rilevante e al loro aumentare avranno un impatto inferiore rispetto al precedente. Ma la differenza principale tra una e l'altra è che la linea è concava e meno ripida nel quadrante dei guadagni e convessa e molto ripida in quello delle perdite. Per mostrare come l'importanza attribuita a un guadagno sia inferiore a quella attribuita a una perdita poiché nonostante presentino lo stesso valore assoluto non hanno lo stesso impatto nelle scelte degli individui (che innesca spesso svariati meccanismi bias emozionali come il Rimpianto). Interessante anche il valore soggettivo della perdita o di un guadagno, infatti ci sarà una maggiore differenza di valore soggettivo tra 100 a 200 rispetto a 1100 e 1200.

GRAFICO 1 sulla teoria del prospetto <sup>12</sup>



Altro elemento fondante nelle decisioni compiute dagli investitori è quello del Framing. All'interno del processo decisionale questo fotografa quella che è la situazione iniziale, precisamente si mostra quella che è la distorsione sulla decisione del soggetto a seguito dell'inquadratura iniziale. Il Framing<sup>13</sup> è quindi un elemento fondamentale della teoria del prospetto. Poiché partendo da un determinato punto di partenza si possono descrivere i rischi sia dal lato delle perdite sia dal lato dei guadagni analizzando i loro possibili risultati e la loro probabilità. Essendo lo stesso problema, secondo l'invarianza non dovrebbero esserci cambiamenti, ma in realtà il cambiamento da come viene mostrato il quesito è estremamente forte e marcato, per tale ragione una considerazione fatta

<sup>12</sup> "Prospect Theory: How Users Make Decisions" Nadeem Murad

<sup>13</sup> "Prospect theory: An analysis of decision under risk" A.Tversky , D. Kahneman ( Econometrica 1979)

sulla precedentemente citata Ricchezza totale risulta più sicuro. La Contabilità mentale infine illustra il modo in cui nella nostra mente gestiamo i conti ovvero gli svantaggi e vantaggi: anche essa è soggetta al Framing e a quello che viene definito “Effetto Isolazionismo” che ci porta a considerare gli eventi in base a come accadono e non per quello che sono effettivamente e ad isolare eventi consecutivi piuttosto che analizzarli insieme.

## **1.5 Inferenze date dall' Euristica dell'affetto**

### **Bias del presente (hyperbolic discounting)**

Le decisioni vengono prese per una gratificazione immediata piuttosto che pensando in ottica multi periodale/ futura, avendo un'influenza forte e dominante sulla vita del soggetto. Un atteggiamento maggiormente frettoloso indirizzato ad una gratificazione immediata può essere influenzato da una determinata condizione psicologica, ad esempio in condizioni di tristezza si tendono a prendere decisioni maggiormente impazienti e miopi probabilmente influenzati dal desiderio di ritrovare la serenità perduta.

### **Altre specifiche emozioni**

Oltre alla tristezza altre specifiche emozioni possono influenzare i comportamenti umani. Altri sono, ad esempio, il Disgusto: questo porta ad avere un desiderio di purificazione da agenti contaminanti innescando anche esso una fretta e foga di sfuggire celermente da una situazione di disagio. Allegria e Rabbia, al contrario, provocano un aumento dell'overconfidence, in un caso dovuto a una situazione di tranquillità / ottimismo e nel l'altro per una mancanza di razionalità, di conseguenza aumenterà anche la propensione al rischio.

### **Rimpianto <sup>14</sup>**

Questo sentimento merita una menzione in particolare poiché è strettamente correlato con tutti i Bias omissivi e di mantenimento dello status quo oltre che l'avversione alle perdite. È una potente reazione emotiva nei confronti delle azioni passate di cui ci si è pentiti o un senso colpa dato da un rimpianto di quello che si sarebbe voluto fare ma che non è stato fatto . Questo Bias è estremamente tossico per l'individuo perché ci spinge a guardare indietro agli investimenti/ azioni fatte tormentandosi per quello che si sarebbe potuto fare ma non si è fatto . Esso ha un'influenza molto

---

<sup>14</sup> “Finanza comportamentale” Enrico Maria cervellati (2012)

forte sull'agire delle persone. Per cercare di evitarlo i soggetti nelle decisioni tenderanno a prendere quella che eviti tale sentimento che però non è per forza quella corretta. Anche le reazioni a questo sentimento possono portare ad errori : 1) dare spiegazioni errate pur di mantenere il proprio pensiero ( status quo e illusione della validità) 2) cadere nel bias del giudizio retrospettivo.

## **Le Illusioni Positive**

Simile a quello dell'Iperattivismo, è uno stato emozionale che porta ad avere una visione ottimistica, spingendo l'uomo ad immaginare un futuro roseo soprattutto se paragonato al presente e passato. Tale atteggiamento è considerabile anche come un meccanismo di autodifesa in situazioni di crisi economica ed ambientale: la mente tenderà ad immaginare un futuro difficile per la collettività, ma non per sé stessa.

## **Etica<sup>15</sup>**

Altro influsso rilevante sul processo decisionale è dato dall' Etica, intesa sia come Etica Privata secondo la quale si dividono i comportamenti e le azioni fra alcuni giusti, leciti, rispetto ad altri ritenuti invece illeciti e sbagliati, sia come Etica Collettiva intesa invece come il pensiero della collettività ovvero la Morale sociale. Entrambe hanno una rilevanza molto forte (consciamente e inconsciamente) sulle decisioni. Nel Caso dell'Etica Privata l 'individuo cercherà di comportarsi in un modo coerente non solo con la propria percezione dell'informazione in proprio possesso e della realtà circostante (come visto precedentemente tutte soggette a numerosi Bias) ma anche con quella che è la propria morale, andando ad effettuare una scelta (anche in materia d' investimento) al di là del risultato effettivo che verrà ottenuto. Questo porta l'uomo in una situazione di coerenza con il proprio io e con i propri valori, convincendolo che la scelta effettuata risulti essere la migliore. Anche l' Etica Collettiva , la quale come ogni altro condizionamento sociale non veniva presa in considerazione dagli economisti classici, ha un ruolo sempre determinante nelle decisioni, poiché compiere un 'azione che diverga dal comportamento comune degli altri individui o che va addirittura contro quella che è la sopracitata Morale Sociale ( aldilà del risultato che si va realmente

---

<sup>15</sup>“ Il senso dell' etica” Francesco Viola ( Orientamenti Sociali 1994)

ad ottenere) può essere considerato rischioso per la paura di dover sopportare le conseguenze sociali di un fallimento sia esso reale o solamente apparente . **L'Effetto Gregge** <sup>16</sup> è un elemento di finanza comportamentale che riguarda la comprensione di come il comportamento della massa può influenzare le decisioni dei singoli. Si parla di Group thinking per indicare il pensiero di gruppo che nella maggior parte dei casi si crea dall' interazione fra soggetti che, vivendo a stretto contatto e condividendo lo stesso ambiente ,vanno quindi progressivamente a pensare in modo simile . Il condizionamento del pensiero del gruppo , porta nella maggior parte dei casi ad agire nel medesimo modo in cui si comporta la comunità con cui volutamente o meno condividiamo la stessa morale. L' aderire al comportamento comune porta in ambito economico al cosiddetto Contagio Sociale e all'Information Cascade, principio secondo il quale gli individui in presenza di informazioni incomplete tendono a seguire le decisioni prese prima di loro da altre persone anche quando queste sono in contrapposizione con le informazioni in loro possesso <sup>17</sup>.

## **Giustizia**<sup>18</sup>

Le scelte e i comportamenti possono essere influenzati fortemente anche dalla giustizia e dall' equità , intesi in ottica “privata “. Ciò porta a dare maggior peso a queste rispetto a ragionamenti basati sulle proprie conoscenze ( anche quelle economiche) come ad esempio quelle relative alla domanda e all'offerta, portando quindi concretamente in molti casi ad effettuare scelte inconsistenti e non esatte rispetto a quello che è il proprio interesse personale , venendo abbagliati da quello che sembra essere Giusto e Equo . In ottica invece “ Pubblica “ la giustizia può portare a distorcere anche le proprie stesse preferenze , andando a fissare il proprio indice di riferimento nei risultati e nel trattamento ricevuto dagli altri .Similarmente all' Etica Pubblica infatti gli uomini tenderanno in molte situazioni ad avere un comportamento imitativo, poiché se si registrerà risultato positivo allora godranno di un guadagno (che magari può dare meno soddisfazione personale rispetto a quello ottenuto singolarmente ma comunque un guadagno “Giusto”) ma soprattutto, visto il maggior peso della perdita rispetto al guadagno se invece il risultato sarà negativo, il fatto che essa sia “ comune “ allevierà il proprio dolore poiché la privazione sostenuta sarà giudicata giusta , come una livella che mette tutti sullo stesso piano, risultando quindi un ottima giustificazione e un ottimo antidoto contro il rimpianto. Giustificazioni e appigli potrebbero venire a mancare se la perdita fosse solamente frutto di una decisione individuale (mentre magari l'investimento altrui dà i suoi

---

<sup>16</sup>

17

“Information Cascades in the Laboratory” (Anderson and holt 1997 pt. 1))

<sup>18</sup> “Judgment in Managerial Decision Making “ Max Bazerman , Don A.Moore (7 th edition

frutti ) di conseguenza si cercherà di fare il possibile per evitare questa situazione indesiderata e ritenuta fortemente ingiusta.

## **Autoinganno**

Quando ci si va convincere di una realtà ,ma senza avere alcuna consapevolezza di quest' ultima si parla di Autoinganno , che nasce quando il mondo circostante diverge da quella che è la propria personale ( e ideale) rappresentazione ,quindi rende insoddisfatti inducendo al cambiamento, alla rivisitazione e all' alterazione della realtà(come percezione di se stessi, dell'ambiente , dell'informazione ecc.) al fine di presentarla ai propri occhi come più vicina ai propri canoni soggettivi e più desiderabile. Rappresenta quindi a tutti gli effetti un Anestetico psicologico per cercare di mantenere inalterata la propria sicurezza. In essa ritroviamo il concetto di Dissonanza Cognitiva ovvero l'attribuzione di maggior valore alla scelta effettuata quando sorge contraddizione tra aspetti cognitivi e comportamentali, similamente a come si fa nell' euristica della conferma e nei bias ad essa collegati. Innescando così tanti altri bias ed errori già trattati nel corso del capitolo<sup>19</sup>.

## **Conclusioni**

Con la trattazione di tutti questi bias ed errori a cui l'uomo è soggetto, frutto della pigrizia della sua mente, dell'ambiente e della situazione in cui si trova, del modo in cui gli viene presentata un informazione, della sua avversione alle perdite e dalle sue errate convinzioni che crea per proteggersi dalla realtà del mondo circostante, risulta chiaro che: il percorso decisionale nella mente dell' individuo (ma anche del investitore) verso una situazione finale di maggior benessere rispetto a quella di partenza (quello che nell'economia classica è il raggiungimento di un punto più alto sulla propria curva di utilità) non è lineare, chiaro e il migliore possibile ma pieno di insidie e trappole in cui l'uomo tende a cadere con una disarmante facilità. Il peso di questi sbagli può essere estremamente grande soprattutto se riguarda quantità rilevanti del nostro capitale , per cui può essere utile avere un soggetto che ci indirizzi nelle nostre scelte. In particolare, in scelte d'impiego di capitali nel mercato finanziario, la figura che si occupa di guidare i soggetti nelle scelte d'investimento e consigliare loro quelle più convenienti è il Consulente finanziario. Questa figura e la sua importanza per quanto riguarda la gestione del proprio portafoglio oltre che una rappresentazione di quello che è l'investitorato italiano, sarà oggetto del prossimo capitolo.

---

<sup>19</sup> "Autoinganno misura della menzogna a difesa dell'autostima " Massimo Zedda ( giornale scienze psicologiche 2019)



# CAPITOLO 2

## Introduzione

Nel capitolo precedente si è parlato dei bias e delle trappole cognitive e psicologiche che condizionano le decisioni delle persone. In questo capitolo si vedrà l'applicazione pratica di alcuni di essi nelle scelte d'investimento. Un investimento sbagliato tuttavia non è frutto solo di errori cognitivi, ma in molti casi di un basso livello di educazione finanziaria, caratteristiche purtroppo che caratterizzano attualmente gli investitori italiani. Una funzione importante di supporto all'investitore è svolta dalla consulenza finanziaria che può rappresentare una soluzione efficace solo nel caso in cui il consulente abbia come unico obiettivo l'interesse del cliente e non sia condizionato, nell'erogazione del servizio, dalla banca per la quale lavora o da altri enti con i quali è in contatto. Il presente capitolo analizza le funzioni svolte dalla consulenza finanziaria, il suo cambiamento negli ultimi anni, la profilatura dei soggetti che vi si rivolgono e le sue prospettive future.

### 2.1 La Figura del Consulente Finanziario

Il consulente finanziario (o una società specializzata) è un soggetto che supporta e monitora le scelte d'investimento di un individuo che gli si affida; la sua principale occupazione è la pianificazione finanziaria per aiutare il soggetto a prendere scelte consapevoli e aiutarlo a perseguire i propri obiettivi. La definizione della Consob è: “ Il servizio di consulenza in materia d'investimento consiste nelle raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa d'investimento riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari” (art 1 ,comma 5, septies,Tuf)<sup>20</sup> .

Alla base del rapporto è necessario venga assicurata la correttezza e la professionalità oltre che la chiara intenzione di conservare e accrescere il capitale del soggetto. Tale figura nasce per aiutare le persone che non hanno esperienza e conoscenze nell'ambito finanziario a investire il proprio denaro sui mercati finanziari prendendo scelte in modo consapevole. Per l'importanza di questo professionista nella gestione dei propri soldi, la figura di quest'ultimo è paragonabile ad altri professionisti a cui ci si rivolge per altre esigenze di natura medica, legale o fiscale. Quando un

---

<sup>20</sup> “ Il servizio di consulenza in materia d'investimenti” Diritto bancario

soggetto persegue un obiettivo e quando vuole ottenere un dato risultato (in questo caso estremamente rilevante poiché legato alle proprie finanze) oltre ad uno studio, una ricerca e un approfondimento svolto in prima persona, può essere utile e, in molti casi, necessario affidarsi ad un professionista che faccia questo lavoro, poiché sicuramente possiede delle competenze che, per quanto si possano ricercare e sviscerare autonomamente (ovviamente se non si opera in quel campo), non si possono avere, soprattutto se il soggetto vuole andare ad investire in titoli o strumenti diversi da quelli semplici.

### **2.1.1 Consulenza dipendente e indipendente**

Esistono 3 tipi di consulenza con 3 diversi gradi di personalizzazione e specificità sulle esigenze del cliente.

- 1) Consulenza Generica<sup>21</sup>: intesa come una raccomandazione generale finalizzata ad accrescere le conoscenze finanziarie del destinatario senza però alcuna personalizzazione.
- 2) Consulenza Tradizionale<sup>22</sup>: il consulente ha un approccio univoco e limitato nei confronti di tutti i clienti, manca personalizzazione perché gli strumenti offerti sono solamente quelli dell'intermediario per cui si lavora.
- 3) Consulenza Pura: consulenza fatta su misura per il cliente e teoricamente priva di conflitto d'interesse.

La grande distinzione nella consulenza è fra Consulenza Dipendente e Consulenza Indipendente<sup>23</sup>. La distinzione tra le due è netta, poiché la prima nasce dalle società di gestione del risparmio e dagli istituti Bancari (svolge quindi consulenza generica e tradizionale) mentre la seconda è completamente indipendente e non nasce da alcun gestore di prodotti finanziari (Consulenza Pura).

Il consulente dipendente cercherà infatti di vendere al cliente prodotti finanziari prodotti dall'ente per il quale lavora o da altri enti ad esso collegati come ad esempio può avvenire in un gruppo bancario. Invece il consulente indipendente, non avendo (se è in buona fede) legami particolari con alcun emittente di prodotti finanziari, mirerà a selezionare strumenti finanziari più adatti a quelli che sono gli obiettivi della persona che a lui si affida e soprattutto valuterà la propensione al rischio del cliente, limitando il più possibile il conflitto d'interessi; il soddisfacimento del cliente non dovrà interferire con quelli che sono gli obiettivi dell'azienda verso il quale il consulente ha per primo

---

<sup>21</sup> "Il valore della consulenza finanziaria" Massimo Scolari

<sup>22</sup> "Il consulente di investimento", Masullo, Romano

<sup>23</sup> Consulenza finanziaria Mifid 2 (Ansa 2018)

precisi doveri responsabilità; quindi gli interessi del cliente con quelli del consulente coincidono. Cambia anche la modalità di remunerazione : nel caso del Consulente Dipendente il guadagno viene dato dall' ente presso il quale lavora e una quota dalla commissione pagata dal cliente ,mentre il Consulente Indipendente guadagna solamente dal servizio di consulenza o ricevendo comunque, se è un'azienda, un minimo annuo. In Italia si nota come storicamente ci sia una prevalenza della Consulenza Dipendente rispetto a quella Indipendente, di fatti circa il 90% di soggetti che fanno ricorso alla consulenza in Italia adottano quella dipendente, rivolgendosi soprattutto a sportelli bancari e reti di promotori per decidere come e dove investire ; in questo si nota una grande differenza rispetto ai paesi anglosassoni dove invece la consulenza indipendente è decisamente più rilevante. Sicuramente incide su quest'ultimo dato la maggior propensione al mercato dei paesi come U.K. e Usa (paesi detti market based) rispetto all' Italia dove come anche in altri paesi dell' area euro come Francia e Germania si è vicini ad un'ottica bancocentrica.

### **2.1.2 Mifid 1 e Mifid 2**

L'introduzione nella comunità europea della direttiva Mifid<sup>24</sup> (Market in financial instruments directive) si inserisce in un'ottica di rinnovamento e cambiamento dei servizi d'investimento oltre che nel tentativo di ridurre il più possibile il conflitto d'interesse in ogni sua forma.

La prima direttiva Mifid 2004/39/CE in materia di mercati e strumenti finanziari è entrata in vigore a partire dal 31 gennaio 2007 stabilendo regole di condotta per gli intermediari, requisiti di autorizzazione per i mercati finanziari, obblighi di trasparenza e possibilità di segnalazioni per evitare abusi di mercato. Il tema del conflitto d'interesse è molto trattato e nell'art 21 vengono specificati e elencati le possibili fattispecie di comportamenti ritenuti potenzialmente pregiudizievoli:

- Realizzare guadagno alle spese del cliente
- Avere come risultato del servizio prestato un interesse distinto da quello del cliente
- Avere un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o di un altro gruppo di clienti rispetto al cliente interessato
- Svolgere la stessa attività del cliente
- Ricevere da una persona diversa del cliente un incentivo diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente imputate al servizio

---

<sup>24</sup> “ Istituzioni e Mercati Finanziari “ Mishkin , Eakins

Per evitare questo gli intermediari dovranno: 1) identificare le situazioni di conflitto d'interesse 2) adottare e mantenere presidi organizzati e amministrativi efficaci per evitare che il conflitto d'interessi incida negativamente sul cliente; se non fossero sufficienti questi presidi bisognerà informare chiaramente il cliente sulla natura e sulla fonte del conflitto. 3) elaborare una policy, applicare e mantenere un'efficacia politica globale di gestione del conflitto d'interesse adeguata alle caratteristiche specifiche dell'impresa e delle attività esercitate.

Questa disciplina che nel corso degli anni aveva mostrato delle falle è stata ampliata nel suo raggio d'azione con la Mifid 2 la quale riprende e approfondisce gli obiettivi già trattati dalla precedente direttiva, aumentando ulteriormente la tutela del risparmiatore con nuovi requisiti in materia di "governance" dei prodotti e approfondendo il ruolo della consulenza indipendente in materia d'investimenti.

La disciplina Mifid 2 è entrata in vigore nel 3 gennaio 2018 regolando servizi finanziari e portando importanti novità nel mercato unico. I punti basilari di questa nuova disciplina sono: Trasparenza e Controllo.

Relativamente alla Trasparenza<sup>25</sup> sono state introdotte una serie di nuove regole per ridurre le asimmetrie informative sia dal lato dell'offerta, cercando di evitare che l'acquirente che acquista un prodotto finanziario non sappia che cosa stia prendendo per la sua scarsa conoscenza dei mercati finanziari (cosa come vedremo molto frequente in Italia) e per una informativa ambigua e poco dettagliata da parte del intermediario, sia dal lato della domanda, con un soggetto che rivolgendosi a un intermediario può nascondere un profilo di rischio non adeguato. Le banche dovranno fornire un'informativa completa sul prodotto che andiamo ad acquistare, spiegandone il funzionamento e dimostrandone la coerenza con le aspettative del cliente: la cosiddetta "Verifica adeguatezza" intesa come l'aderenza del prodotto a quello che è il profilo di rischio dell'investitore e quelli che sono i suoi obiettivi, oltre che un'informazione più chiara sui costi, distinguendo il servizio nelle varie parti (costo consulenza, commissioni ecc.).

Il secondo elemento fondamentale è il Controllo che aspira a riuscire a creare una netta distinzione fra quelle che sono banche efficienti e banche inefficienti ma anche fra investitori adeguati e non, cercando di basarsi quindi su dati precisi e sul comportamento dell'investitore per verificare che sia coerente con quello che è il suo particolare profilo di rischio, cercando di rendere non sufficiente solamente quelle che sono: le sue competenze, le sue informazioni e soprattutto le sue disponibilità di denaro, ma anche il profilo di rischio reale del soggetto, tramite la portabilità dei dati reali; cioè una banca potrà ottenere dalla banca precedente del soggetto quella che è la sua storia dei suoi

---

<sup>25</sup> Il nuovo quadro normativo previsto dalla Mifid 2 e dai relativi atti legati regulatory

rapporti bancari per avere una conoscenza più completa e esaustiva possibile sull' investitore. Ultima, ma non per importanza una sempre maggiore vigilanza e attenzione di società addette alla vigilanza come la Consob.

Questa Disciplina ha un grande impatto non solo sulla consulenza dipendente bancaria ma anche su quella indipendente che quindi assume sempre di più un ruolo di primo piano. La figura stessa del promotore finanziario vede nella Mifid la sua piena investitura allo svolgere della funzione di consulenza autorizzata e privata. Ma questa figura secondo il principio dell' appropriatezza dovrà dimostrare una sempre maggiore esperienza e conoscenza della materia e dei prodotti e soddisfare il sopracitato principio di adeguatezza . Inoltre, l'intermediario dovrà scegliere se operare in maniera dipendente o indipendente poiché viene vietato di poter operare in entrambi i modi. Per dirsi indipendente l'intermediario dovrà soddisfare due criteri<sup>26</sup> :

Art 24 paragrafo 7 del Mifid 2 “ Valuti una congrua gamma di strumenti finanziari sufficientemente diversificati in termini di emittenti o di fornitura prodotti e quindi “,continua poi l'articolo, “ a quelli della società d'investimento stessa o di quelle collegate con quest' ultima minando in questo modo la loro indipendenza, quindi dovrà presentare il cliente un numero sufficiente ampio e vario di titoli ”.

Sempre dallo stesso articolo 24 paragrafo 7 “ non devono essere trattenuti e previsti ulteriori incentivi” . Il consulente non dovrà ricevere elargizioni monetarie e non da nessun soggetto se non dal cliente al quale si presta il servizio a meno che 1) non vadano a migliorare il servizio prestato al cliente e 2) non vadano ad intaccare la professionalità, buona fede ed esecuzione onesta del lavoro al fine del raggiungimento dell' interesse del cliente. Si ritiene che comunque questi vadano comunicati al cliente sempre in un'ottica di trasparenza e correttezza, mostrandogli come non portino, soprattutto quando sono di natura non monetaria , vantaggi personali all' azienda senza prima portare beneficio tangibile al cliente, ma contribuiscano a dargli o un servizio aggiuntivo o contribuiscano a dargli un complessivo innalzamento del livello del servizio offerto al cliente.

### **2.1.3 Attuazione e Risultati della direttiva Mifid 2 oggi**

Dopo 2 anni dal rilascio della direttiva Mifid quali sono stati i risultati conseguiti e quali sono le problematiche ancora irrisolte? Un'indagine della Money farm in collaborazione con il politecnico di Milano<sup>27</sup>, portava alla luce come la trasparenza sui costi e sugli oneri legati all'intermediazione

<sup>26</sup> “ Consulenza finanziaria alla luce della mifid 2 Profili giuridici “ Francesco di Ciommo

<sup>27</sup> Effetti dei costi sugli investimenti ( Ricerca Moneyfarm/Politecnico 2019)

sia ancora molto lontana dall'essere a un livello accettabile, poiché tra i vari dati appariva come il 75% della documentazione relativa alla consulenza in materia d'investimento e di gestione del portafoglio non riportava tutta l'informativa richiesta dalla nuova direttiva Mifid. La cosa è molto grave perché nonostante le innegabili difficoltà di applicazione di una direttiva così ampia e complessa, come ad esempio il forte aumento dei costi, sia necessario che alla base di tutto ci sia la trasparenza ex post e Ex ante, per permettere agli investitori di poter valutare e comprendere in piena consapevolezza il prodotto o servizio che gli viene offerto. Affinché ciò avvenga è importante non riversare un eccessivo numero di informazioni sul cliente<sup>28</sup> ma di presentargli in modo chiaro e comprensibile quello che è costo complessivo del servizio. Il cliente infatti potrebbe non essere interessato ad un numero eccessivo e confuso di dati preferendo piuttosto un unico e chiaro dato definitivo. La grande presenza d'informazione da destinare al cliente rappresenta un grosso onere, perché richiede un grande lavoro informatico di reperimento dei dati (fino a 7 anni prima) trasformando quelli passati e aggiornando quelli attuali. Oltre a questa difficoltà si aggiunge che le norme non sono ancora del tutto assimilate, lasciando molto spazio all'interpretazione di esse (purtroppo non univoca) da parte degli intermediari; questo rende ancora molto difficile riuscire ad avere una chiarezza tale da permettere all'investitore di confrontare prodotti simili offerti da operatori finanziari diversi.

Gli stessi clienti si presentano in molti casi eccessivamente interessati più a speranze di performance piuttosto che a prodotti o servizi in sé, avendo nella nostra mente un'incidenza superiore le promesse piuttosto che i dati quantitativo/statistici. Di fatti un interrogativo che viene da porsi è quanto i clienti realmente comprendano le informazioni e i dati che vengono loro resi disponibili dagli intermediari. L'educazione finanziaria e le caratteristiche dell'investitorato italiano saranno oggetto del prossimo capitolo.

## 2.2 Gli Investitori Italiani

Analizzate le norme che regolano il mercato degli investimenti e i soggetti che vi operano in funzione di intermediari/consulenti verrà trattata ora la figura che sta alla base di tutto ovvero l'investitore. Quale è la motivazione che spinge i soggetti a investire<sup>29</sup>? Le Motivazioni possono variare da investitore a investitore. Ponendo particolare attenzione sugli investitori italiani notiamo che l'attenzione è principalmente rivolta verso progetti familiari in particolare nell'ambito

---

<sup>28</sup>

<sup>29</sup> Cosa desiderano realmente gli investitori italiani Ricerca Europea sull'Income 2018/2019

immobiliare e per assicurare una sicurezza economica ai figli e nipoti. Altre caratteristiche sono la propensione maggiore all'investimento a breve termine (5 anni rispetto ai 7 di media europea) e una crescente attenzione alla redditività. Questo ultima è in contrasto con una scarsa passione per gli investimenti (solo il 17% dedica parecchio tempo agli investimenti) e soprattutto con una scarsa comprensione dei risultati (solo il 22% ammette di comprendere chiaramente i rendimenti ottenuti).

### **2.2.1 Confronto con altri paesi europei**

La mancanza di alcune nozioni fondamentali renderà difficile per il soggetto che impiega i suoi soldi capire se l'investimento effettuato sia potenzialmente corretto e redditizio. La causa può essere una scarsa chiarezza e una confusione riguardo alcuni concetti, come rischio (comprendere le varie componenti di rischio all'interno dell'opzione d'investimento) e diversificazione (difficoltà nel comprendere che un'azione singola è più rischiosa rispetto a una derivante da fondo azionario). Purtroppo, parlando degli investitori del nostro Paese bisogna dire che l'Italia è fra i paesi più ignoranti in Europa per quanto riguarda le conoscenze finanziarie. Nonostante comunque la forte alfabetizzazione finanziaria<sup>30</sup> sia un problema largamente diffuso nel mondo, questo non giustifica tale conoscenza insufficiente e largamente inferiore a quella di altri paesi Europei. A riguardo un report della Banca Mondiale del 2015 mostra come solamente il 37% degli Italiani abbia una discreta conoscenza degli strumenti finanziari, ponendo l'Italia al terzultimo posto sopra i soli Portogallo e Romania. A causa di questa mancanza di conoscenza purtroppo l'Italia ha un altro poco invidiabile dato ovvero che, secondo la commissione Europea del 2008<sup>31</sup>, è uno dei paesi europei con il più alto tasso di esclusione finanziaria (circa il 16%).

### **2.2.2 Caratteristiche degli investitori italiani**

Diffuse caratteristiche degli investitori italiani (tutte o quasi frutto dell'ignoranza in materia finanziaria) nel corso degli anni sono state le seguenti<sup>32</sup>: Scarsa reattività alle opportunità di mercato, che porta, come riprenderemo in seguito, ad essere eccessivamente legati a pochi tipi di strumenti molto sicuri (ma poco redditivi). Lentezza nel cogliere e adeguarsi alle novità e agli input dati dal mercato; ciò non solo impedisce di conseguire dei guadagni, ma anche mette a rischio il mantenimento dei propri risparmi.

---

<sup>30</sup> "Finanza comportamentale" Barbara Alemanni

<sup>31</sup> Commissione europea 2008, estrapolata dal libro "Finanza comportamentale" Barbara alemanni,

<sup>32</sup> "10 stranezze dell'investitore italiano" Raffaele Zenti (2017)

Eccessiva è la detenzione di liquidità rispetto allo standard europeo. Gli italiani hanno la tendenza a depositare il proprio risparmio in banca senza considerare molte altre opzioni, preferendo far erodere il proprio denaro dall' inflazione piuttosto che investire, data la sfiducia e la paura del mercato<sup>33</sup>. La cosa peggiore è che il numero di soggetti che preferisce detenere i propri risparmi in questo costoso parcheggio è il 62%. Il 17 % inoltre investe a lungo termine in liquidità sperando di ottenere un adeguata remunerazione con gli interessi ; tuttavia attualmente i tassi d'interesse reali sono negativi e ciò porta quindi il soggetto a diminuire nel corso del tempo il proprio capitale piuttosto che farlo fruttare.

Poco chiaro è l'orizzonte temporale in cui si va ad investire , spesso soggetti con età diverse vanno a investire nel medesimo orizzonte temporale spesso di 5/10 anni .Viene ignorata la correlazione fra durata dell'investimento e età del soggetto.

Idee poco chiare su che tipo di rendimento aspettarsi possono portare spesso ad avere pretese irrealistiche e miopi sui rendimenti e la pretesa di un rendimento elevato inoltre in molti casi si scontra con quella che è la propensione al rischio del soggetto.

La scarsa propensione al rischio e la scarsa diversificazione portano gli italiani a costruire portafogli con un'altissima presenza di titoli di stato e ad alta componente obbligazionaria, mentre c'è basso livello di partecipazione ai mercati azionari. Il concetto di diversificazione appare molto vago nella mente di molti italiani, molti sembrano non capire che investire in più titoli sia più sicuro che investire solo in un tipo di azione, solo circa il 19% ritiene sia importante farlo.

La scarsa propensione al rischio degli investitori italiani sembra essersi ulteriormente ridotta nel periodo successivo alla crisi dei mutui subprime. Un dato interessante riguarda, secondo uno studio della Consob del 2008<sup>34</sup> e secondo altre rilevazioni successive della stessa, che a partire dal 2008 gli investitori siano diventati molto più prudenti e avversi al rischio. In questo periodo ( dal 2007 al 2008 )<sup>35</sup> il numero di titoli di Stato è aumentato dal 13 % al 18% mentre di contro le azioni sono calate dal 10,5% al 6,8 % , le obbligazioni 15,2% al 12,5% infine i prodotti di risparmio gestito dal 17,1 % al 11,8%, quindi la stima complessiva che viene fatta è che un 11% della ricchezza degli investitori Retail in quell'anno sia passato da titoli rischiosi a titoli risk free. In totale secondo questo studio circa il 75% delle famiglie italiane nel 2008 investiva i propri risparmi solamente in titoli di stato e depositi. Questa avversione al rischio ha portato investitori Retail a investire molto in strumenti illiquidi come obbligazioni bancarie e le obbligazioni risultano avere una presenza nei portafogli degli azionisti italiani paragonabile ai titoli di stato, ma anche in strumenti come azioni

---

<sup>33</sup> Quell' attrazione fatale dei risparmiatori italiani per la liquidità Il sole 24 ORE

<sup>34</sup> "Scelte di portafoglio degli investitori e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria " M gentile G siciliano

<sup>35</sup> Consob 2007/2008

di società non quotate e derivati OTC<sup>36</sup> . Si tratta di strumenti sulla carta a basso rischio e garantiti, ma che non essendo negoziati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione e quindi avendo un valore e un prezzo non dato dal mercato ma bensì stimato tramite esperti del settore o con pareri di soggetti collegati con l'emittente, di conseguenza possono essere poco affidabili e soggetti a conflitto d' interesse Il rendimento offerto da questi tipi di titoli risulta, inoltre, nella maggior parte dei casi non adeguato a quella che è la rischiosità dell' investimento e anzi addirittura in alcuni momenti ( nel 2011) inferiore a quello dei Btp .

Il motivo della scelta è dato da una sensazione di presunta tranquillità a breve termine ,ma che ignora i possibili gravi esiti nel lungo periodo dati dalla detenzione di strumenti difficili da smobilizzare e con alto rischio di monetizzazione <sup>37</sup> (visto che non sono scambiabili sul mercato e possono essere rimborsate solo dalla banca emittente). La causa di questo è dovuta sicuramente a problematiche del sistema bancario e magari anche alla malafede dell'intermediario, ma anche in gran parte a carenze di tipo cognitivo degli investitori su quelle che sono le caratteristiche dello strumento di cui sono in possesso. Tale mancanza di conoscenza si ripercuote anche nella difficoltà a cogliere e analizzare le differenze fra vari titoli impedendo quindi al soggetto di individuare quello più adatto alle sue esigenze e con un rapporto rischio rendimento migliore. Questa difficoltà è dovuta sicuramente alla mancanza di conoscenze e nozioni finanziarie oppure in molti casi alla difficoltà di applicazione concreta di quest' ultime al concreto, rimanendo nella mente dell'individuo vaghe e teoriche.

### **2.2.3 Errori comuni nel processo d'investimento**

Riprendendo I Bias trattati nel primo capitolo viene posta ora l'analisi su come si trasformino concretamente in errori durante il processo d'investimento. L'Overconfidence porta il soggetto "a una eccessiva convinzione della propria superiorità rispetto agli altri"<sup>38</sup>. Non sempre è dovuta ad ignoranza o scarsa conoscenza ma anzi spesso può scaturire da un eccesso di informazioni ( information overload <sup>39</sup>) . Una grande disponibilità porta a un aumento della difficoltà nell' elaborare le informazioni in modo corretto, il rischio sarà quello di attribuire un peso eccessivo a informazioni solo perché sono più facilmente reperibili ( Bias della Disponibilità<sup>40</sup>). Comportamenti tipici dell'investitore overconfidence sono : la tendenza a operare in modo autonomo senza avvalersi di un consulente, lettura distorta dell'informazioni a disposizione secondo le proprie

<sup>36</sup> "Distorsioni comportamentali e Consulenza finanziaria " N. Liciano

<sup>37</sup> "Investimenti in azioni non quotate Obblighi informativi intermediario" Francesco Berto (2016)

<sup>38</sup> "Psicologia e management. Le basi cognitive delle scienze manageriali " P.Lengrenzi, E Arielli ( Sole 24 ore , 2005)

<sup>39</sup> " Distorsioni comportamentali e sicurezza finanziaria" N. Linciano

<sup>40</sup> Percezione e propensione al rischio Consob

credenze e un marcato Self Attribution Bias che porta a una visione distorta sia in caso di guadagni (auto attribuendosi l'intero merito) sia in caso di perdite (insistendo comunque su quell'investimento, il cosiddetto Escalation of Commitment ovvero Intensificazione dell'impegno). Infine, in comune con altre tipologie di bias c'è la tendenza a movimentare eccessivamente il proprio portafoglio, strategia che spesso non si rivela vincente per gli elevati costi di transazione che si sostengono rispetto a detenere titoli per un orizzonte medio/lungo termine.

L'effetto disposizione <sup>41</sup> si manifesta in due diversi comportamenti da parte dell'investitore: O tramite un'eccessiva fretta nel chiudere le posizioni di guadagno vendendo troppo presto titoli definiti "vincenti" oppure al contrario detenendo troppo a lungo titoli in portafoglio "perdenti" per allontanare il più possibile il rimorso per l'errore commesso.

L'ottimismo similmente conduce a una visione distorta degli investimenti soprattutto quando sono in perdita fungendo in questo caso da protezione contro il rimpianto. Al fine di mantenere inalterata la presunta correttezza della propria strategia il soggetto sarà anche disposto a conseguire delle perdite.

L'investitore che non comprende la tendenza verso la media<sup>42</sup> sarà propenso a illudersi di comprendere perfettamente l'andamento del mercato. Nonostante analizzare i dati passati e i risultati degli anni precedenti sia importante, con tale conoscenza si è comunque impossibilitati a prevedere i rendimenti futuri<sup>43</sup>.

Molti investitori eccessivamente "autocontrollati" tendono a non agire e rimanere nella situazione in cui attualmente si trovano cercando di mantenere lo status quo delle cose (status quo bias) perché lo ritengono più sicuro. L'Omissione dell'azione (soprattutto in caso di perdite) può in molti casi essere finalizzata a posticipare il dolore e il rimorso. Sempre per teorico maggior controllo sui propri soldi molti soggetti tendono a investire solamente in titoli domestici e in aziende conosciute ipotizzando di poter prevedere i risultati che si andranno a ottenere.

Molti investitori tendono a fissarsi eccessivamente (Ancoraggio) su dei dati non riuscendo quindi a prendere decisioni consapevoli. Non è raro inoltre che le associazioni mentali legate a un determinato titolo prendano il sopravvento su valutazione più attente di natura economica finanziaria.

---

<sup>41</sup> "Determinanti della domanda di consulenza finanziaria" N. Linciano

<sup>42</sup> "Istituzioni e Mercati finanziari" Mishkin

<sup>43</sup> "Judgement in Managerial Decision making" M. Bazerman, A. Moore

Anche nella scelta o meno di un consulente l'aspetto emotivo risulta preponderante rispetto a quello utilitaristico. Una premessa importante da fare è che se un soggetto operasse razionalmente senza errori cognitivi avrebbe un rendimento maggiore rispetto a un soggetto che si servisse di un consulente ; questo perché il guadagno non sarebbe soggetto alle commissioni date al consulente e si eliminerebbe la possibilità che esso offra prodotti subottimali<sup>44</sup>. Tuttavia l'investitore non cerca nella consulenza solamente rendimenti superiori, ma soprattutto una difesa da due sentimenti che lo accompagnano nelle scelte d'investimento ovvero Paura dell'incertezza del mercato e Ansia nella scelta degli investimenti. Nella prima (che colpisce soprattutto soggetti con bassa Financial education) i soggetti hanno paura di essere truffati dal mercato e dai suoi sempre nuovi prodotti finanziari ogni giorno più complicati e per evitare di allontanarsi dal mondo finanziario ,decidono di affidarsi ad un consulente che li aiuti ad approcciarsi in modo maggiormente "sicuro" agli investimenti. La seconda invece colpisce soggetti che invece hanno intenzione di investire il proprio denaro, ma che o non sanno dove investirlo o che magari pur avendo una buona financial education preferiscono affidarsi ad un consulente che li guidi per essere più sicuri e più tranquilli, come un medico che guida il paziente alla medicina adatta alla sua malattia <sup>45</sup>; di fatti essi ricercheranno un rapporto fiduciario con il consulente e una maggiore tranquillità nella gestione del patrimonio.

## **2.3 L'importanza del ruolo della consulenza**

La consulenza finanziaria, nonostante i suoi numerosi limiti dati dal tutt' ora mancato raggiungimento degli obiettivi previsti dal Mifid 2, ha un ruolo fondamentale di supporto nelle decisioni e soprattutto di financial education dell'investitore per le scelte finanziarie (non solamente di soggetti underconfidence). I soggetti che fanno ricorso alla consulenza hanno un portafoglio più diversificato rispetto a famiglie che decidono in autonomia, detenendo almeno un prodotto finanziario rischioso come obbligazioni o azioni <sup>46</sup> . Saranno ora presentate le caratteristiche sociodemografiche dei soggetti che fanno ricorso alla consulenza finanziaria. Nonostante si parli di un sottogruppo del totale, molte caratteristiche sono condivise con la totalità degli investitori italiani e per tanto verranno anche trattate caratteristiche comportamentali relative agli appartenenti alle varie divisioni, nonché si illustreranno tendenze come l'aumento dell' età media degli investitori.

### **2.3.1 Caratteristiche del soggetto che fa uso di consulenza**

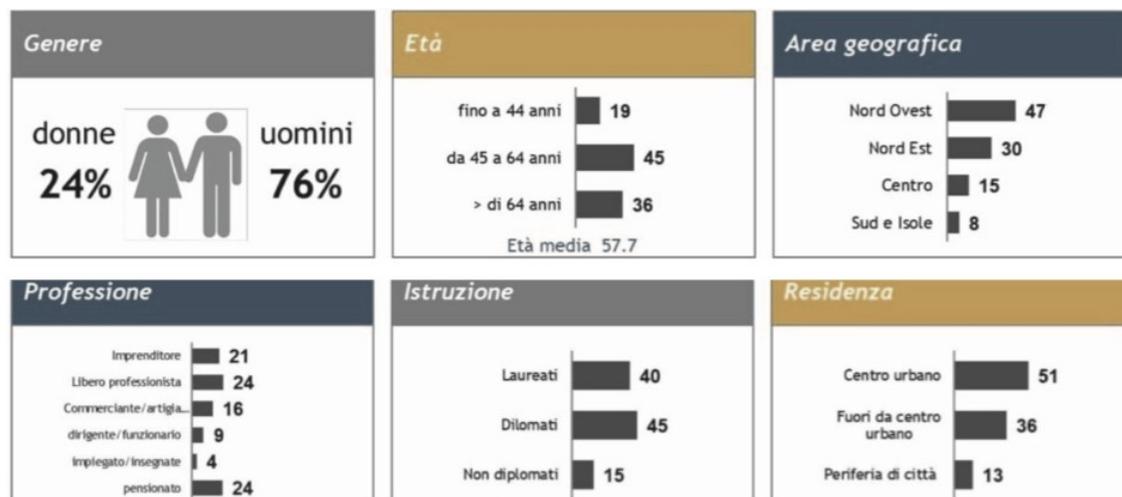
---

<sup>44</sup> "Financial Advisors : A case of babysitters? " A. Hackethal , M.Halioussos ,T. Japitelli (Journal of banking and finance 2012)

<sup>45</sup> "Money doctors " Gennaioli, Shleifer ,Vishny

<sup>46</sup> "Distorsioni comportamentali e consulenza finanziaria " N. Linciano

Si può delineare un quadro dell'investitore medio italiano che ricorre alla consulenza analizzando i dati AIPB osservatorio sulla clientela private in Italia<sup>47</sup>:



**Fonte AIPB osservatorio sulla clientela private in Italia**

Le donne risultano essere molto meno numerose degli uomini e le principali motivazioni sono che: 1) che almeno in passato , erano gli uomini che si occupavano della gestione finanziaria della famiglia 2) che mediamente hanno una conoscenza finanziaria inferiore a quella degli uomini. Tuttavia, da molti punti di vista le donne risultano essere meno soggette a errori cognitivi. Le donne secondo vari studi, nell' ambito degli investimenti, sono ritenute essere meno propenso al rischio rispetto agli uomini oltre che essere meno overconfidence , privilegiando la sicurezza quando effettuano scelte d'investimento (rivolgendosi più spesso all' aiuto dei consulenti)<sup>48</sup>. In molti casi ciò accade per la maggiore educazione finanziaria che hanno gli uomini che quindi li porta a essere più sicuri e a essere frequentemente soggetti al Bias di conferma. Le donne inoltre sembrano mantenere per più tempo i titoli del proprio portafoglio e sono più propense eventualmente alla vendita mostrandosi quindi meno colpite dall' effetto disposizione.

La maggior parte (45%) degli investitori ha un'età che va dai 44 anni a i 64 , gli over 64 ( 36%) e gli under 44 ( il 19%). Si è inoltre notato come negli ultimi anni l'età dei trader operanti nel mercato sia significativamente aumentata , Nel 2005 infatti il numero degli investitori con un'età compresa tra i 45 e il 54 anni era del 24,6% , i più numerosi infatti erano i soggetti con un'età compresa fra i 34 e il 45 anni (35%) e il numero dei soggetti con un'età inferiore ai 34 anni era del 21,7% <sup>49</sup>. Dati che vediamo quindi essere profondamente cambiati e correlati a livello demografico con il fatto che l'

<sup>47</sup> AIPB osservatorio sulla clientela private in Italia

<sup>48</sup> " Caratteristiche sociodemografiche e trading degli investitori individuali" Enrico Maria Cervellati , Pino Fattori , Pierpaolo Pattitoni

<sup>49</sup> Aumento età dei trader Milano finanza

Italia sia lo stato europeo con il più alto tasso over 64 , preoccupante il fatto che il numero di individui sotto i 44 anni sia così basso dovuto sicuramente oltre che a una mancanza di capitali anche come detto precedentemente ad una scarsa educazione finanziaria. Secondo un altro studio il livello di conoscenze finanziarie più basse si ha fra l'età compresa fra i 18 e i 24 anni<sup>50</sup>. Gli investitori più anziani vengono generalmente ritenuti più avversi al rischio e quindi meno overconfident. Per quanto riguarda questo secondo aspetto, nonostante la diminuzione dell'overconfidence non sia direttamente correlata al passare del tempo ,va detto che può essere combattuta con l'esperienza, che conduce a un processo valutativo più accurato e oggettivo delle proprie capacità.

La maggior parte degli investitori italiani proviene dal Nord ovest (47%) seguita dal Nord est (30%) con il centro e il sud e isole presenti con le percentuali del 15% e del 8% . Questi dati sono strettamente correlati con la cultura finanziaria che secondo vari studi sia notevolmente maggiore nel nord Italia e alquanto bassa o quasi inesistente al sud e nelle isole.

Il numero prevalente degli investitori risiede nel centro urbano (51%) , al secondo posto troviamo quelli che vivono fuori dal centro urbano (36%). Coloro che vivono in periferia sono solo il 13% dovuto anche al fatto che spesso in queste zone le persone hanno poche conoscenze e soprattutto poche disponibilità da destinare agli investimenti.

Ovviamente un livello più alto di istruzione favorisce un avvicinamento maggiore al settore degli investimenti , quindi non stupisce che il 45% degli investitori sia diplomato e il 40% sia anche laureato mentre solamente il 15% non abbia un diploma. Il numero dei diplomati risulta più alto rispetto ai laureati nel nostro paese poiché ovviamente i diplomati sono il 61,3% mentre i laureati solamente il 19,3%. A questo dato va aggiunto il fatto che il numero dei diplomati e laureati è molto più alto fra i giovani che fra gli anziani ,però allo stesso tempo sono i soggetti più maturi e gli anziani coloro che operano maggiormente nel mercato interbancario.

Spiccano sopra tutti i Pensionati e i liberi professionisti entrambi al 24% seguiti dagli imprenditori al 21 % e dai commercianti e artigiani al 16%. Ben più sotto troviamo i Dirigenti e Funzionari al 9% e gli impiegati/insegnati al 4%. Può sembrare strano che soggetti dipendenti, quindi sulla carta con una redditività più stabile e più sicura nel corso dei mesi e degli anni , siano meno propensi a servirsi di un consulente, ciò può essere spiegato con il fatto che essi possano prediligere l'investimento in titoli semplici e poco rischiosi non ritenendo necessario servirsi di consulenza, avendo mediamente una redditività fissa ma meno ingente rispetto a quelli di liberi professionisti

---

<sup>50</sup> Educazione finanziaria in Italia ICF patti chiari 2010

come gli imprenditori , i quali potrebbero anche passare più tempo in banca poiché sono essi a gestire i loro interessi e il loro lavoro in prima persona.

L'investitore medio privato che fa uso del servizio di consulenza è quindi : un uomo di mezz'età che risiede in centri urbani del centro nord, almeno diplomato e che è o un imprenditore o libero professionista o pensionato. Oltre a questo, va aggiunto che possiede un reddito medio/alto.

### **2.3.2 Prospettive Future della consulenza**

Il margine di miglioramento per il servizio di consulenza e una crescita del numero dei soggetti che ne fanno ricorso appare stabile ma esistono vari fattori che ne frenano uno sviluppo più forte. In Italia infatti il numero di soggetti che utilizza un servizio di consulenza personalizzato ,che risponde precisamente alle proprie esigenze, è ancora basso mentre la maggior parte delle famiglie italiane prende decisioni in autonomia pur affermando di avere un consulente di fiducia e non ricevono indicazioni precise su titoli. In letteratura si afferma quindi che sono solamente l'8% degli investitori Retail italiani che fanno ricorso alla consulenza, ricevono proposte personalizzate<sup>51</sup>: di questo 8% solamente il 4 % ha fatto esso stesso richiesta del servizio che intende adottare mentre l'altro 4% l'ha adottato su proposta dell'intermediario (in molti casi purtroppo senza ricordare in che modalità l'ha ricevuto). Alla luce di questi dati appare chiaro come la consulenza (in particolare quella indipendente) abbia ancora molta strada da fare prima di potersi guadagnare la fiducia degli investitori italiani

Secondo i dati dello studio AINB Le due principali ragioni che emergono sono<sup>52</sup>: 1) il fatto di investire solamente piccoli importi e 2) la preferenza quasi assoluta per l'investimento solo in prodotti semplici. Tuttavia, nonostante il soggetto abbia un capitale a disposizione esiguo e abbia una propensione al rischio bassa non è del tutto giustificato da non doversi servire (anche sporadicamente) di un servizio di consulenza poiché potrebbe essere orientato da quest'ultimo verso strategie che gli consentirebbero di avere una maggiore diversificazione e anche un rendimento più alto.

La terza principale motivazione che allontano l'investitore dall'utilizzo della consulenza è la mancata fiducia nel consulente dovuta soprattutto al timore e la percezione che il consulente a cui ci si rivolge sia in conflitto d'interessi (nel 2011 il 19% delle famiglie italiane riteneva che il loro consulente fosse in conflitto d'interesse comunque in diminuzione rispetto al 2008 dove il loro

---

<sup>51</sup> "Distorsioni comportamentali e consulenza finanziaria " N. Linciano

<sup>52</sup> Consob approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane ( 2019)

numero era del 25%). A contribuire a questo dato c'è anche un altro fattore rilevante ovvero la delusione e insoddisfazione dovuta a un passato servizio di consulenza ritenuto non adeguato (circa il 30% degli investitori mostrano un livello soddisfazione basso per il servizio ricevuto). Questo può essere dovuto sia ad una malafede e mancanza di competenza del consulente passato ma anche da una errata percezione di quello che può essere il proprio rendimento dato l'investimento che viene effettuato quindi una convinzione che il consulente possa arricchire in poco tempo. Altre motivazioni che allontanano gli investitori sono : il servizio è ritenuto troppo costoso, percezione reale o effettiva di conoscenza sufficiente per operare in autonomia, mancanza di comprensione del servizio , mancata capacità di percepire la qualità del servizio, non comprensione del valore aggiunto del servizio. Il superamento o comunque la riduzione della maggior parte di questi problemi è stata oggetto della direttiva Mifid 2, le cui caratteristiche sono state elencate nella prima parte del capitolo, per cercare di avvicinare maggiormente gli investitori alla consulenza . Le caratteristiche maggiormente ricercate dagli investitori nella ricerca di un consulente sono :

- Che lo aiuti a comprendere i rischi e i potenziali rendimenti, quindi ovvero la trasparenza, le conoscenze e la chiarezza che vengono trattate lungamente nel Mifid 2 degli strumenti che il soggetto detiene o intende voler detenere.
- Che lo segua nel corso del tempo per capire se l'investimento effettuato sia stato corretto e soprattutto se stia rendendo. Quindi la necessità di un rapporto professionale di lungo termine basato sulla fiducia, anche perché i frutti di un percorso di consulenza si vedono nel lungo termine soprattutto per la migliore diversificazione che viene fatta dai propri clienti . Di fatti apparentemente sembra che i soggetti che fanno ricorso alla consulenza diversifichino meglio il loro portafoglio (il 44% detiene in portafoglio almeno uno strumento rischioso contro il 36% degli investitori autonomi)
- Che questo soggetto sia indipendente . Nonostante in Italia, come precedentemente detto la consulenza dipendente bancaria sia altamente più diffusa, agli occhi degli investitori la figura del consulente indipendente appare come meno soggetta a conflitto d' interesse o Misselling (pratica di vendita Sub ottimale) , tendendo a sembrare più sicura e maggiormente affidabile.

## Conclusioni

Le richieste degli investitori sembrano indicare una grande prospettiva di crescita in Italia della consulenza indipendente. La rilevazione fatta dall' Investor Sentimeter di NN investor partners<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Investor Sentimeter NN Investment partners

mostra che il 57% degli investitori prenderà più rischi dal 2020, aumentando l'allocazione nel mercato azionario ciò dovuto soprattutto secondo questo studio alla mancanza di alternative, per gli scarsi rendimenti attuali ad delle obbligazioni sicure e dei titoli di stato. Se queste previsioni, fatte precedentemente allo sconvolgimento della pandemia, fossero corrette sarebbe una grande opportunità per la consulenza che vedrebbe affluire molti degli attuali investitori che investono solamente in prodotti semplici. Una eventuale maggior propensione ad investire in strumenti complessi ed una crescente educazione finanziaria saranno nei prossimi anni gli elementi fondamentali per comprendere se il consulente indipendente in Italia avrà una conoscibilità e una rilevanza pari a quella che ha in UK e Usa oppure se rimarrà una figura di nicchia rispetto alla consulenza dipendente.

Dopo aver elencato nel modo più esaustivo possibile le caratteristiche degli investitori italiani e della consulenza , nel prossimo capitolo verrà trattato come il consulente svolge il suo lavoro . Verranno analizzate le varie tipologie di cliente , non inteso in ottica sociodemografica ma bensì di propensione al rischio , con il quale il consulente si trova a interfacciarsi , degli strumenti per comprendere questa propensione al rischio e soprattutto di come esso possa eliminare i vari errori e bias compiuti dal soggetto. L' opera di Financial Education compiuta dal consulente sarà finalizzata a rendere il cliente in grado di comprendere i concetti basilari che sono dietro un investimento e a differenza di quanto si può credere andando a rendere il rapporto più proficuo con il proprio consulente .

# CAPITOLO 3

## Introduzione

Date le numerose caratteristiche richieste dai clienti e l'elevata concorrenza in quest'ambiente la relazione che il consulente instaura con il suo cliente rappresenta senza dubbio una componente fondamentale<sup>54</sup>. Per il consulente il rafforzamento del rapporto porta innumerevoli vantaggi soprattutto in ottica competitiva e economica (poiché fidelizzare un cliente costa infinitamente meno di acquisirne uno nuovo). Tuttavia, da una relazione più stretta e approfondita i vantaggi principali li ha il cliente che vede in essa un miglioramento della qualità del servizio offerto. Servizio che non va inteso solamente come costruzione del portafoglio degli investimenti, ma anche come correzione degli errori e guida verso il corretto processo decisionale. Il raggiungimento di questi due obiettivi sarà l'argomento della trattazione del seguente capitolo.

## 3.1 Conoscere il Cliente

### 3.1.1 Obiettivi del cliente

Il Consulente ha il compito di fornire strumenti validi per la valutazione della propensione al rischio dell'investitore e del suo livello di conoscenza finanziaria. Oltre a ciò dovrà fornire supporto per l'identificazione dei bias e degli errori che il suo assistito è più solito compiere e decidere strategie efficaci di debiasing. Al fine di poter svolgere in modo corretto queste funzioni la Mifid impone due principi fondamentali ai consulenti<sup>55</sup>. Il primo è "know your merchandise" ovvero la piena conoscenza dei vari titoli presenti sul mercato al fine di poterli presentare al cliente nel modo più chiaro e completo possibile. Il secondo è "know your customer", ancora più importante del primo, ovvero la piena e completa conoscenza del proprio cliente e l'abilità di creare con esso un rapporto basato sui suoi bisogni e sulle sue necessità. Solo con una piena e perfetta conoscenza del proprio cliente il consulente potrà cucire una proposta di consulenza su misura per lui e gravi problematiche nel rapporto possono derivare da una conoscenza limitata del cliente o peggio ancora da una visione distorta perché lo stesso consulente potrebbe essere soggetto alle euristiche.

<sup>54</sup> "Gestione della relazione con il Cliente" (Associazione delle società per la consulenza agli investimenti 2009)

<sup>55</sup> "Con la Mifid 2 nuovi obblighi informativi per l'intermediario a tutela dell'investitore" Maria Elena Salerno

Non bisogna sottovalutare la possibilità che sia il consulente stesso a commettere errori<sup>56</sup>. Il consulente infatti potrebbe comportarsi in modo eccessivamente sicuro, auto attribuirsi meriti per gli investimenti corretti (attribution bias), ancorarsi troppo ai dati oppure innamorarsi eccessivamente di un titolo o di un prodotto (andando ad inserirlo in tutti i portafogli da lui gestiti, ignorando quindi le differenze degli obiettivi e dei rischi dei soggetti che si affidano a lui).

Inoltre, una conoscenza superficiale del cliente potrebbe portarlo ad assumere eccessivi rischi ben oltre quella che è la loro profilatura e, tra gli errori commessi dai consulenti, uno dei più gravi è quello di sostituire il profilo di rischio del cliente con il proprio, ovvero acquistare titoli secondo i propri timori, credenze e intuizioni, mentre il portafoglio deve essere costruito unicamente sulle necessità e gli obiettivi del cliente.

Nel rapporto con il cliente è molto importante che il consulente<sup>57</sup> valuti i risultati conseguiti basandosi su un criterio preciso, non fissando come parametro unicamente la ricchezza assoluta. Per questa ragione il consulente, come gli intermediari, per poter svolgere il suo lavoro nell'ambito degli investimenti e nella gestione del portafoglio, è tenuto ad acquisire dagli investitori le informazioni richieste sulle conoscenze e le esperienze relative agli investimenti, alla situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento e la loro profilatura di rischio al fine di poter consigliare prodotti adeguati. Oltre a ciò egli dovrà conoscere lo stato sociale, l'autorealizzazione e l'autostima dell'assistito poiché anche essi vengono considerati principi importanti per determinare le decisioni d'investimento<sup>58</sup>. La ricchezza verrà valutata in base allo stile di vita, ai contesti sociali e familiari o anche in base agli aspetti relativi ai passati investimenti e ai rendimenti che il cliente ha avuto in passato. In questo modo il consulente potrà aiutare il cliente a fissare come obiettivo un rendimento realistico, correggendo così un altro errore che frequentemente si commette ovvero fissare un obiettivo irraggiungibile. Fissando dei parametri di riferimento sarà più semplice nel corso del tempo notare dei cambiamenti e di conseguenza cambiare e adeguare la strategia d'investimento adottata.

In definitiva una decisione d'investimento corretta e ben strutturata sarà quella effettuata basandosi su preferenze preesistenti, stabili e coerenti unendole ad altre che potrebbero variare nel tempo ma che in quel momento sono prese come target di riferimento.

---

<sup>56</sup> “ Errori Comportamentali quando a cascarci è il consulente “ Fabrizio Crespi

<sup>57</sup> “Cognitive biases and instability of preferences in the portfolio choices of retail investors policy implications of behavioural finance “ N.Linciano

<sup>58</sup> “ Finanza Comportamentale” Barbara Alemanni

### 3.1.2 Profilo di rischio del cliente

Tra gli elementi più importanti da rilevare c'è sicuramente una valutazione accurata dei profili di rischio del cliente e della sua propensione o meno ad esso. Il concetto di rischio, nonostante venga presentato come misurabile tramite formule statistiche, in realtà è molto meno oggettivo di quanto si pensa, perché è legato a quattro fattori soggettivi all'interno dell'individuo: la capacità di rischio, la tolleranza al rischio, la percezione del rischio e la conoscenza del rischio. Questi quattro fattori sono estremamente condizionati inoltre dallo stato emozionale in cui si trova il soggetto e quindi tendono a non essere stabili. La capacità finanziaria del soggetto di assumersi dei rischi è quindi “volatilità e/o perdita potenziale che può sopportare un cliente dati obiettivi prefissati”<sup>59</sup>: essa è basata sugli obiettivi che il soggetto si pone e varia in base a questi. Il secondo fattore, ovvero la tolleranza al rischio, è invece soggettiva e varia in base alla sua predisposizione e va intesa anche come il livello di rischio che un individuo è disposto a sopportare per raggiungere un determinato risultato. Essa secondo alcuni studi varia in base all'età (giovani più tolleranti degli anziani) e in base al sesso (maschi più delle femmine). Tuttavia, questi dati non vanno considerati come verità assolute poiché essi variano da persona a persona risultando essere estremamente soggettivi. La Percezione del rischio riguarda il rapporto del soggetto con l'ambiente esterno, infatti mostra come varia la propensione al rischio del soggetto in base all'andamento attuale dei mercati e del loro andamento futuro. La percezione del rischio influenza chiaramente quella che è la capacità del soggetto di assumersi dei rischi modificando l'aspirazione e l'orizzonte temporale. Ovviamente il profilarsi di un periodo di difficoltà dei mercati finanziari porterà in generale gli individui a proporsi obiettivi più conservativi, al contrario in una fase espansiva del mercato si sarà più propensi a investimenti maggiormente ambiziosi. Riguardo alla percezione del rischio, interessanti sono gli studi di Robert Olsen<sup>60</sup>. Essi illustrano come il rischio totale percepito da un soggetto sia la risultante del rischio oggettivo a cui viene sommata o sottratta una componente di rischio invece comportamentale, rendendo la percezione al rischio di ogni soggetto estremamente soggettiva poiché condizionata da numerosi bias quali familiarità e disponibilità. Infine, come quarto principio va considerata la conoscenza dei rischi del mercato strettamente legata alla comprensione degli strumenti finanziari. Tutti questi elementi ovviamente influenzano la costruzione del portafoglio del soggetto ma non dovrebbero influenzare la capacità di rischio del soggetto perché essa dovrebbe essere legata ai personali obiettivi dell'investitore.

---

<sup>59</sup> “Finanza comportamentale” Barbara Alemanni

<sup>60</sup> “Percezione del rischio collegato agli investimenti finanziari” Enrico Rubaltelli

I questionari di profilatura dei clienti consentono di avere una sufficiente misurazione almeno della capacità e della tolleranza al rischio di un soggetto. Oltre che per conoscere aspetti altrettanto importanti come le sue conoscenze dell'ambito finanziario, i suoi obiettivi d'investimento e la sua situazione finanziaria, i consulenti sono soliti ricorrere a questionari di adeguatezza. Il problema è che queste valutazioni spesso risultano incomplete e limitate anche perché i soggetti spesso si comportano in modo diverso nei confronti del rischio rispetto a quanto risulta nel questionario. I soggetti infatti condizionati dai bias (uno su tutti l'eccessiva sicurezza) potrebbero autovalutarsi in maniera non veritiera o essere incoerenti o variare le loro scelte in base a come gli viene posta una domanda.

Un problema è che non vengono prese in considerazione tutte le tolleranze al rischio dell'individuo, le quali inoltre variano di volta in volta sia in base ai periodi del mercato sia in base all'emozioni del soggetto. Per tale ragione risulta necessario nei questionari fare domande per scoprire la tolleranza, variando nelle varie domande il tipo di obiettivo da raggiungere e in base al grado di rischio che vuole assumere.

Altri fattori da considerare sono la possibile overconfidence del soggetto: essa è estremamente correlata con la tolleranza perché spesso i soggetti eccessivamente sicuri tendono a essere poco tolleranti verso i rischi. Non va confusa con una predisposizione alla massimizzazione caratteristica di alcuni soggetti che sono molto esigenti e per questo sembrano più propensi al rischio di quanto non siano in realtà. Il giudizio retrospettivo e il rammarico sono altri aspetti da considerare nei questionari e sono spesso correlati al rapporto tra abilità e fortuna. Se si crede in una forte incidenza della fortuna negli eventi spesso si sarà più propensi al rammarico (In caso di perdita per evitare di subire l'intero peso dell'errore) mentre la fortuna sarà inversamente correlata con l'overconfidence (non si attribuisce l'intero merito a sé stessi). Importante aspetto da considerare, per comprendere quanto sia solida la relazione tra cliente e consulente, è quello della fiducia verso quest'ultimo. Un alto grado di fiducia nel lavoro del consulente è direttamente correlato con una maggiore tolleranza al rischio. Ultimo aspetto da considerare, ma non il meno importante è il grado di felicità del soggetto ovvero la sua *lifesatisfaction*.

### **3.2 Pianificazione finanziaria**

La pianificazione vera e propria, finalizzata alla ripartizione delle risorse economiche e finanziarie attuali al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati<sup>61</sup>. In questa fase inizialmente ci si occupa di reperire ed elaborare al meglio tutte le informazioni necessarie per investire fruttuosamente<sup>62</sup>. Successivamente si comincia a formare una idea su come ripartire le risorse finanziarie in relazione sia ai bisogni sia in base agli orizzonti temporali. Un approccio molto utilizzato dai consulenti finanziari nella fase di creazione del portafoglio è la piramide stratificata perché consente di stratificare tutti i bisogni e gli obiettivi dei propri clienti riuscendo quindi a racchiudere in essa sia una componente risk free sia una maggiormente rischiosa.

Al termine della pianificazione si procede all'elaborazione degli obiettivi d'investimento per i vari strati di una piramide degli investimenti. Elementi fondamentali di queste scelte sono: l'efficienza dal punto di vista finanziario, la coerenza con il profilo di rischio del cliente, la coerenza dal punto di vista temporale e la coerenza con il rischio di mercato.

Ultima fase è il monitoraggio, che consiste nel valutare l'investimento nel tempo andando eventualmente a fare dei cambiamenti. Sarà quindi importante tenersi sempre informati e aggiornati sulle novità relative ai prodotti e sulla possibilità di raggiungere gli obiettivi desiderati in modalità diverse da quelle inizialmente decise.

Per analizzare nel complesso la pianificazione del portafoglio occorre fare un accenno alla teoria motivazionista<sup>63</sup>, alla teoria delle aspirazioni e degli scopi che il soggetto intende perseguire e che sono estremamente correlati con il profilo di rischio del soggetto. Secondo il modello a 2 fattori di Lopes<sup>64</sup> gli obiettivi spesso anche in contrasto sono il desiderio di sicurezza e la ricerca di potenziale. Il soggetto che ricerca nei suoi investimenti soprattutto la sicurezza allora sarà poco propenso a rischiare mentre invece se l'aspetto ricercato fosse la massimizzazione della ricchezza allora sarà propenso al rischio. Riguardo invece alle aspirazioni, esse variano in base alle situazioni in cui l'individuo si trova e di conseguenza variano nel tempo (devono sempre essere tenute sotto controllo dal consulente). Esse sono determinate in particolare da 3 fattori: Stima effettuata dal soggetto di quanto sia possibile raggiungere, natura delle alternative tra cui scegliere e fattori esterni che condizionano la situazione dell'individuo.

Esiste anche una correlazione tra rischio e aspirazioni poiché un mutamento di quest'ultima finalizzato al raggiungimento di un obiettivo può portare anche a mutare la propria propensione a rischiare.

---

<sup>61</sup> “ Pianificazione finanziaria: un modello di successo tra cliente e consulente “ Francesco de Pascalis

<sup>62</sup> “ Finanza Comportamentale e Gestione del risparmio “ U. Rigoni ( Giappichelli Torino 2006)

<sup>63</sup> “ Finanza Comportamentale “ Enrico Maria Cervellati

<sup>64</sup> “Finanza comportamentale” Barbara Alemanni

### 3.2.1 La Piramide stratificata

È un approccio molto utilizzato dai consulenti finanziari nella fase di creazione del portafoglio perché consente di stratificare tutti i bisogni e gli obiettivi dei propri clienti<sup>65</sup>. Riuscendo quindi a racchiudere in essa sia una componente risk free sia una maggiormente rischiosa. La base della piramide dove sarà allocato la maggior parte del budget a disposizione sarà quella a bassa componente di rischio finalizzata ad avere le risorse fondamentali per i propri obiettivi principali. Mentre salendo verranno allocati sempre meno soldi perché aumenterà la componente rischio ma aumenterà anche la possibilità di crescita del proprio portafoglio soddisfacendo il bisogno di “speranza” presente in ogni investitore.

Con il ricorso alla piramide degli investimenti può essere possibile evitare molti errori classici commessi nella costruzione del portafoglio titoli. Sicuramente si potrà evitare la frequente sbagliata idea di correlazione inversa fra rischio e rendimento che porta aspettative errate sui rendimenti di titoli poco rischiosi: tramite la stratificazione della piramide sarà quindi più facile comprendere cosa aspettarsi dai vari titoli sia a livello di rischio sia a livello di rendimento.

Grazie sempre alla struttura della piramide sarà anche più facile evitare di diversificare in modo sbagliato, cosa che accade invece tramite un'equa allocazione delle risorse sui vari titoli. Nella piramide la distribuzione delle risorse è collocata in proporzione agli obiettivi. La distribuzione dei titoli su vari strati spinge il soggetto con l'aiuto del consulente a dover valutare un ampio numero di titoli rendendo meno probabile un altro frequente errore ovvero quello della scarsa diversificazione e di una visione limitata ai soli titoli domestici.

Tuttavia, nonostante gli indubbi vantaggi di tale struttura, sarà proprio nella fase di pianificazione e di proposta in cui è più probabile che l'investitore commetta errori e sia soggetto a bias e quindi starà al consulente essere in grado di rilevarli e correggerli.

### 3.3 Debiasing

Il debiasing<sup>66</sup> è il modo con cui è possibile correggere gli errori comportamentali degli individui nelle scelte d'investimento ed è finalizzato a migliorare le errate percezioni sistematiche,

---

<sup>65</sup> “ Finanza comportamentale e Investimenti “ E.M.Cervellati ( 2012)

<sup>66</sup> “ Finanza comportamentale e Investimenti “ E.M.Cervellati ( 2012)

valutazioni errate e tutti quegli elementi che riducono l'accuratezza del giudizio. L'approccio di debiasing non è univoco ma varia in base al tipo di bias e in base al tipo di soggetto che lo applica. Esso non va erroneamente inteso come l'ottenimento di nuove informazioni, ma come modo per migliorare l'utilizzo e l'interpretazione dell'informazione già a disposizione<sup>67</sup>, andando quindi a raffinare la propria capacità di giudizio nell'effettuare delle valutazioni. Questo è un processo spesso lungo o non privo di ostacoli poiché determinati comportamenti e ragionamenti errati potrebbero essere profondamente radicati all'interno dell'individuo e perché si richiede un attento studio di quelle che sono le cause più profonde degli errori commessi; tuttavia nel lungo periodo può portare grandi vantaggi e risulta la soluzione migliore per estirpare il problema dalla radice.

La consulenza non può ovviamente essere considerato l'unico elemento che può aiutare l'investitore; esistono infatti almeno altri due importanti pilastri.

## **Ruolo delle istituzioni**

Le Istituzioni hanno l'importante ruolo di garanti tramite un sistema di norme che garantisce la trasparenza e la corretta informazione nell'ambito dei mercati finanziari. Esse sono la base su cui poggiano tutti gli altri pilastri. Oltre a normative come i Mifid di cui si è già trattato, hanno anche un ruolo significativo le norme di 'disclosure'. Tali norme sono necessarie per favorire soprattutto la qualità dell'informazione (più che la quantità) allo scopo di favorire la riduzione delle asimmetrie informative tra le banche e i clienti.

## **Educazione finanziaria**

Questo aspetto già trattato nel precedente capitolo è basilare per essere in grado di orientarsi e scegliere in modo corretto quando si fanno investimenti finanziari. Esso viene definito dall'OCSE<sup>68</sup>: "il processo attraverso il quale i consumatori / investitori finanziari migliorano la loro comprensione di prodotti, concetti e rischi finanziari e, attraverso informazioni, istruzioni e / o consulenza obiettiva, sviluppano le capacità e la fiducia per diventare più consapevoli dei rischi finanziari e opportunità, fare scelte informate, sapere dove cercare aiuto e intraprendere altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario". Anche in questo caso viene citata la consulenza, ma risulta comunque importante che i soggetti autonomamente vadano a documentarsi e ad ampliare le

---

<sup>67</sup> "User Guide To Debiasing" Jack B. Soll, Katherine L. Milkman, John W. Payne (November 2013)

<sup>68</sup> Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness (July 2005)

proprie conoscenze. Per un efficace processo di 'debiasing' l'investitore oltre alle nozioni base di finanza dovrà soprattutto prendere consapevolezza del proprio comportamento. L'importanza di esso sta nel fatto che i mercati sono imprevedibili, volatili, i rendimenti di un'azienda quotata nel corso di un anno possono essere completamente diversi da quelli degli anni precedenti ed esulando dal controllo dell'investitore.

Un modello di allenamento cognitivo che può essere preso come riferimento è quello di sfruttare le 4 tecniche di Fishhoff<sup>69</sup> per la comprensione e per un pronto intervento in caso di errori :

- 1) Warning : avvertire e rendersi conto della possibilità di commettere un errore, prendere consapevolezza della natura dell'errore
- 2) Provare a descrivere l'errore comportamentale
- 3) Feedback che si ha e comprendere le conseguenze dell'errore
- 4) Training : ovvero una sorta di learning by doing. Questa metodologia viene considerata efficace contro il giudizio retrospettivo. Sicuramente un maggiore "allenamento" può portare a riconoscere meglio alcuni bias, ma non può essere inteso come soluzione per tutti i problemi. Tuttavia l'esperienza di conoscere le situazioni in cui si viene a creare un bias e avere quindi un feedback su quello che seguirà può aumentare la conoscenza di sé stessi e dei propri comportamenti; risultando essere molto utile per la correzione di questi.

Oltre alle tecniche dello studioso ed economista americano esistono anche altre tecniche che possono essere utilizzate dagli individui sono:

Consider the opposite : considerare l'opposto ed analizzare una situazione da tutto un altro punto di vista per capire un eventuale errore di ragionamento. Può aiutare a combattere l'overconfidence, l'ancoraggio e l'euristica della disponibilità oltre ovviamente alla conferma.

Affidabilità : consiste nell'immaginare come descrivere la propria scelta ad un individuo terzo, spiegando quindi i motivi nell'agire in un modo invece che in un altro. Con tale approccio si hanno buone probabilità di dare una visione più oggettiva all'investimento che si intende compiere e si andrà ad agire in modo più consapevole e prudente. Similmente anche prendere decisioni in gruppo può aiutare tramite il confronto con altri individui ad avere una visione il più completa possibile.

---

<sup>69</sup> "Debiasing" Fischhoff

Cooling off period : per evitare comportamenti affrettati dovuti a un eccessivo ottimismo quindi spregiudicati o influenzati da altri stati d' umore si ritiene che avere periodi di riflessione possa aiutare a prendere decisioni maggiormente consapevoli. Tuttavia, spesso alcuni atteggiamenti risultano essere molto radicati nella mente dell' individuo e quindi perdurano nel tempo.

Nonostante la validità di queste metodologie per i soggetti molto spesso può risultare difficile autocorreggere da soli i propri errori. Per questa ragione come è stato detto la consulenza è da considerare un altro dei pilastri fondamentali per favorire l'opera di 'debiasing' dell' individuo.

### **3.4 Correzione degli errori cognitivi del cliente**

Esistono due diverse tecniche di 'debiasing' che possono essere adottate dai consulenti . Il primo è detto “ modify the decision maker” ovvero concentrarsi sul processo educativo del soggetto tramite varie strategie di pensiero, regole empiriche e strategie decisionali. La seconda “ Modify the Environment” consiste nel cercare di modificare l'ambiente/contesto in cui si trova il soggetto per incoraggiarlo a prendere le scelte migliori e per rendergli più facile dar vita autonomamente alla scelta corretta. Questo secondo approccio è un classico esempio di Nudge (“spinta gentile”) un intervento quindi che modifica l'ambiente senza però risultare vincolante per il soggetto. Entrambe le metodologie sono valide e spetterà al consulente scegliere quale sia la più adatta al cliente; dipende se il consulente vorrà indirizzare il cliente verso un obiettivo unico oppure più obiettivi.

Indipendentemente dalla metodologie che intende utilizzare il consulente dovrà prestare attenzione a situazioni e stati che possano predisporre il soggetto a commettere errori .

- 1) Visione ristretta : quando il soggetto manca di elementi per valutare una situazione sarà propenso a sbagliare perché tenderà ad ancorarsi all'opzione verso cui è più predisposto .
- 2) Stato di Fatica e/o distrazione : Il soggetto come in altre particolari situazioni umorali o fisiche potrebbe essere frettoloso e poco accurato nelle sue scelte.
- 3) Consapevolezza delle differenze individuali: il consulente grazie alla conoscenza del cliente dovrebbe rendersi conto quando le sue scelte sono dettate da caratteristiche personali frutto del suo carattere e della sua soggettività.

#### **3.4.1 Modifica della Persona**

Una funzione che viene attribuita al consulente<sup>70</sup> è quella di “Medico di famiglia finanziario”. Il motivo di questa definizione è dovuto al fatto che il servizio che viene offerto è simile a quello del medico di famiglia: infatti il cliente/paziente spesso individualmente non sa come comportarsi, sta quindi al medico indirizzarlo verso il trattamento migliore per risolvere il suo problema. Quindi il consulente nella ‘modifica della persona’ cercherà di agire direttamente sul singolo bias/errore.

In molte situazioni il consulente può trarre vantaggio dall’utilizzo, con il suo cliente, di semplici tecniche (simili a quelle che l’individuo può utilizzare in prima persona) per incrementare l’accuratezza nelle decisioni.

Sicuramente il consulente potrebbe aiutare il suo assistito a trovare e vagliare il numero più ampio possibile di alternative quando si tratta di prendere una decisione e lavorare sulla precisione quando si tratta di esprimere un giudizio; il consulente dovrà comunque anche mitigare l’ottimismo del proprio cliente soprattutto quando questo tendesse ad avere aspettative troppo alte . Lo stesso consulente però di fronte a dati storici di un titolo, non dovrà informare il cliente solo degli aspetti positivi, ma cercare di dare in ogni situazione una visione più oggettiva possibile.

Sarà importante anche che il consulente aiuti il suo cliente nella valutazione corretta dell’incertezza.

Un importante aiuto per semplificare le decisioni e per evitare di essere soggetti a Bias , il consulente può trovarlo nell’utilizzo di un modello lineare. Andrà infatti a sostituire la parte di giudizio con una equazione nella quale si vanno ad attribuire, grazie al supporto di dati storici , un peso specifico ad ogni input e output decisionale , sommandoli si darà vita ad un giudizio il più possibile imparziale. Questa metodologia risulta utile e preziosa per il fatto che gli individui non agiscono razionalmente, soprattutto quando si trovano in situazioni d ‘incertezza: in questi casi le preferenze non appaiono stabili e ben definite, poiché possono cambiare a seconda che prevalgano le prospettive di perdita o guadagno e in base al modo in cui vengano presentate . Per questo motivo quindi il fatto di poter utilizzare un modello matematico e pratico che possa semplificare la scelta può aiutare molto.

Tali modelli matematici tuttavia non possono essere la soluzione ad ogni tipo di problema ,perché sono limitati agli input e output presi in analisi. Soprattutto nei mercati finanziari è presente una scarsa correlazione fra risultati passati e presenti quindi una considerazione dettagliata dei dati degli esercizi precedenti potrebbe non essere utile.

---

<sup>70</sup> “ Money Doctors “ Nicola Gennaioli , Andrei Shleifer

Alla luce di questi limiti, sicuramente in assoluto la soluzione più efficace che il consulente può adottare è quella di un intervento diretto nei confronti dei più rilevanti Bias e Errori.

Effetto Disposizione; : Il consulente deve spingere il cliente a non dare troppa importanza al prezzo d'acquisto del titolo, ma a concentrarsi su quelle che sono le prospettive future. Quando il cliente sembra intenzionato a vendere, spingerlo a riflettere molto bene e richiedergli le condizioni a cui ha intenzione di vendere. Se un cliente non desidera liquidare un investimento in perdita, il consulente dovrà chiedere al cliente se sia disposto ad investire il valore attuale dell'investimento nel titolo stesso.

Specificamente riguardo alle perdite, il consulente dovrà misurare accuratamente (con i vari modi illustrati) quella che è l'avversione a queste da parte soggetto e la sua propensione o meno al rischio . In funzione di questa, dovrà cercare con le proposte di non offrire prodotti rischiosi perché una eventuale accettazione potrebbe essere frutto di 'overconfidence' o di mancanza di comprensione del prodotto.

Overconfidence: il consulente dovrà, oltre a tenere a bada i propri stessi comportamenti di eccessiva fiducia, evitare di farsi influenzare dalla sicurezza del proprio cliente. Il rischio, come sopra affermato, sarebbe quello di creare degli obiettivi eccessivamente alti che, se non raggiunti, potrebbero incrinare il rapporto con il cliente.

Contabilità Mentale : la contabilità mentale può essere anche positiva per il cliente poiché lo rende più razionale e avverso alle perdite: va quindi valutata da caso a caso. Importante durante la creazione di una strategia d'investimento è prendere in considerazione contemporaneamente tutti gli obiettivi che il cliente si prefissa, senza creare uno squilibrio fra l'importanza che si va ad attribuire a uno piuttosto che ad un altro.

Rappresentatività<sup>71</sup>: sicuramente la prima azione da compiere è far prendere consapevolezza al cliente dell'errore commesso , anche se una maggiore consapevolezza non coincide sempre con un cambiamento effettivo di approccio. A questo punto il consulente dovrà passare alla fase di correzione delle distorsioni comportamentali. Durante la Fase del Training il consulente dovrebbe cercare di ampliare (ma selezionando accuratamente) il set informativo del soggetto. Con una informazione più ampia, il rischio di generalizzazioni e di scelte effettuate tramite il mero criterio della rappresentatività sarà minore e per l' investitore sarà più semplice selezionare le informazioni veramente utili.

---

<sup>71</sup> “ Finanza Comportamentale “ Barbara Alemanni

Disponibilità: si tratta del problema opposto rispetto alla rappresentatività. Mentre in questa il problema è dato dalla scarsa informativa utilizzata dal cliente, in questo caso invece la difficoltà sta nel sovraccarico informativo, quindi non servirà ovviamente aumentare inutilmente l'informazione a disposizione ma piuttosto indirizzare il cliente ad utilizzare nel migliore dei modi le informazioni già a disposizione. Tramite una preselezione di opzioni e un restringimento del campo delle scelte, il consulente dovrà quindi cercare di orientare il cliente verso le informazioni realmente più "pesanti" e non quelle che lo sono solo apparentemente.

Conferma: il consulente dovrà mostrare al cliente evidenze contrarie a quelle da esso sostenute, se sono fallaci. Ovviamente l'approccio da seguire non sarà quello d'imporre quelle reputate corrette (si rischierebbe di andare in contrasto con il cliente e incrinare il rapporto), ma cercare un confronto costruttivo, andando ad orientarlo nelle scelte più corrette e vantaggiose per lui. All'interno delle Euristiche della conferma abbiamo i Bias del giudizio retrospettivo e dell'attribuzione. La loro pericolosità sta nel fatto che questi Bias contribuiscono al mantenimento di un'eccessiva sicurezza da parte dell'investitore. Un modo per combatterli, per il consulente, è quello di tracciare nel tempo le idee, le previsioni e le intenzioni d'investimento del cliente per poi successivamente riproporgliele presentandogli oggettivamente come si sono svolti i fatti e di quello che è stato il proprio processo decisionale. Chiedere e prendere appunti sulle probabilità stimate dal cliente per un dato evento e alla fine del periodo fargli ripetere le intenzioni iniziali e poi mostrargli la verità. Il prendere nota da parte del consulente dei comportamenti dei propri clienti risulta molto utile anche per combattere una mentalità eccessivamente rivolta al breve termine del proprio cliente. Il soggetto potrebbe infatti tendere a parlare e programmare riguardo al futuro in un determinato modo, ma poi agire nel breve termine in un altro modo. Il consulente dovrà scrivere e prendere nota di questa contraddizione e poi farla presente al cliente. Stabilire fin dall'inizio una procedura da attuare quando si intende andare a mutare la struttura essenziale della politica d'investimento potrebbe essere una buona soluzione per conformare il cambiamento al piano prestabilito.

Ancoraggio: aspetto importante soprattutto per quanto riguarda la pianificazione finanziaria, poiché le Ancore alle quali il consulente e il suo cliente si appigliano per effettuare le scelte non sono altro che gli obiettivi d'investimento di quest'ultimo. Nel portafoglio entreranno quindi solo le attività coerenti con le finalità che si intende raggiungere. Sarà importante rilevare anche eventuali cambiamenti nel corso del rapporto degli obiettivi del soggetto ponendoli a confronto con quelli precedenti. Cambiamenti possono riguardare sia il soggetto a livello personale, sia essere frutto dell'andamento del contesto di riferimento (fasi rialzo o ribasso dei mercati); in entrambi i casi

questi cambiamenti possono incidere sulla capacità e sulla volontà del soggetto di assumere rischio

### 3.4.2 Modifica dell'ambiente

Relativamente alla modifica della persona, il consulente era stato paragonato ad un medico che per ogni malanno (bias, errore) del cliente ha una medicina (intervento) mentre in questo caso invece svolge la funzione di architetto, perché tramite svariate metodologie che vanno dalla preselezione delle informazioni alla descrizione dei possibili esiti indirizza il cliente a scegliere in modo maggiormente consapevole senza privarlo della sua libertà. Il fine del consulente sarà quindi quello di creare un ambiente decisionale finalizzato ad evitare un errore potenziale che è frequente commettere.

I modi con cui il consulente può influenzare le scelte sono:

- 1) Scegliere un architettura : è il modo con cui il consulente presenta le informazioni e le alternative , quindi la descrizione potrebbe non essere completamente oggettiva, ma indirizzata a predisporre ad una scelta sfruttando l'inerzia del soggetto a proprio vantaggio ; ovviamente non è detto che la persona accetti di seguire quella strada , poiché il modello potrebbe non essere adatto alle sue caratteristiche personali . In funzione di questo sicuramente anche la stessa architettura , in determinate situazioni e di fronte a certe scelte , dovrà sempre tenere conto di quelli che sono gli obiettivi che il cliente intende raggiungere, non perdendo di vista quindi quello che è il target di riferimento.

Opzioni Predefinite<sup>72</sup>: Classico esempio di pieno sfruttamento dell'inerzia del cliente per condurlo ad aderire ad una determinata linea di condotta. Una Soluzione Preimpostata può divergere dalle caratteristiche personali di un individuo , non adattarsi alle sue esigenze quindi anche in questo caso non è un'opzione sempre valida .

- 2) Utilizzo di Incentivi : nel prendere le decisioni il consulente non dovrà vincolare il soggetto ad una scelta, ma lavorerà con degli incentivi soprattutto se la causa degli errori decisionali è la mancanza di motivazione e di fiducia. L'incentivo tuttavia, in situazioni in cui il problema non è la mancanza di impegno o l'attenzione insufficiente, non dà vantaggi considerevoli, anzi può portare i soggetti maggiormente motivati a pensare di più , ma non per forza in modo più efficace , andando ad affidarsi a teorie sbagliate e rischiando

---

<sup>72</sup> “ User guide to debiasing “ Jack B soll , Katherine L. Milkman , John W.Payne ( November 2013)

l' 'information overload'. Si potrebbero perfino creare delle aspettative eccessive che in ambienti con elevata volatilità potrebbero non essere mantenute.

3) Spingere il cliente ad una maggiore riflessione: apparentemente scontata, ma sicuramente molto efficace, un' ulteriore riflessione da parte del cliente su una decisione può portare ad un giudizio più accurato. Questo momento è definito "Decision point"<sup>73</sup> ed è un momento fondamentale perché una accurata riflessione in quel momento può evitare di farsi guidare dai bias più profondamente radicati all' interno dell'individuo. Alcune tecniche utili per riuscire a riflettere maggiormente sono:

- Istruzioni Predeterminate : creare e promuovere piani concreti per completare l' azione che si intende svolgere anticipando la possibile situazione di confusione o oblio in cui si può trovare il soggetto nel momento stesso della decisione.
- Interruzioni pianificate : creare interruzioni nel processo decisionale ovvero suddividere il ragionamento in più parti rendendolo più lungo, ma sicuramente più accurato.
- Scelta attiva : spingere i clienti a scegliere attivamente fra più opzioni piuttosto che andare a vincolarli a scartare a prescindere un' opzione. Evitare quindi che il soggetto vada ad auto-vincolarsi in modo passivo, ma che attivamente prenda la scelta più consona alle sue caratteristiche.

4) Orientare il soggetto al futuro: come detto anche riguardo alla modifica della persona, il consulente deve combattere la tendenza del cliente a sovra pesare il breve termine rispetto al lungo termine.

- Scegliere in Anticipo : stessa logica della preselezione di modelli decisionali: bisogna prefissare accuratamente l' obiettivo di lungo termine e tenerne conto nel breve termine ,anche se questa scelta porta dolore e fatica .Per semplificarsi il compito, una strategia utile può essere l'auto -vincolarsi precedentemente per evitare la tentazione del breve termine: questo è strumento molto utile quando l' individuo ha problemi di autocontrollo.

5) Semplificare l'informazione e l' inquadramento : con un' informativa resa più chiara, sarà più semplice per i soggetti compiere una scelta. Il consulente dovrà servirsi al meglio di dati probabilistici, fornire linee guida da seguire ed utilizzare norme sociali. Raccontare e mostrare comportamenti corretti altrui può inoltre portare a buoni risultati. In questo caso la naturale

---

<sup>73</sup> "Decision Points A Theory Emerges" Soman Xu Cheema

tendenza dell'individuo ad omologarsi al comportamento altrui può essere sfruttata dal consulente per ottenere risultati positivi.

Quando utilizzare un tipo di strategia, quando utilizzarne un'altra ? Quando risulta meglio lavorare sulla persona ,quando invece è meglio lavorare sull' ambiente ? L' efficacia di una strategia rispetto ad un' altra varia da caso a caso:

- 1) Prontezza nelle decisioni: in determinate situazioni di scelta difficile e con clienti che non hanno prontezza nel decidere potrebbe essere difficile applicare molte delle tecniche relative alla modifica della persona :in questi casi risulterà più facile mutare l' ambiente di riferimento.
- 2) Competenza/ Benevolenza: quando non si è certi della competenza del cliente e della sua capacità di prendere decisioni , un intervento diretto su di lui (come quello della persona) può portare vantaggi superiori rispetto alla modifica dell'ambiente.
- 3) Eterogeneità: con una elevata eterogeneità nelle preferenze dei soggetti, potrebbe portare vantaggio creare una soluzione univoca o utilizzare un modello lineare. Tuttavia, ogni persona è diversa dall'altra anche per quanto riguarda gli errori che compie. Una soluzione univoca potrebbe non apportare vantaggi a molti soggetti. Mentre invece in caso di bassa eterogeneità, una maggiore riflessione ed un'analisi del singolo individuo , possono portare ad un migliore raggiungimento dei propri obiettivi personali.
- 4) Decisioni ripetute o frequenti: In questo caso lavorare sulla persona può essere la soluzione migliore utilizzando i modelli lineari poiché le scelte saranno più facili da schematizzare e categorizzare in un modello preciso.
- 5) Decisioni più complesse: In situazioni particolari e complesse risulta invece essere preferibile modificare l'ambiente, per lasciar spazio al soggetto di scegliere in base alle sue caratteristiche personali . Il cliente verrà aiutato semplificando l'ambiente decisionale nelle modalità elencate ,ma sarà poi completamente libero di decidere .

## Conclusioni

Negli ultimi anni la figura del consulente è mutata e non si limita ad avere solamente il ruolo di “ financial planner”<sup>74</sup> e si è trasformato in un vero e proprio “Life planner”. Le caratteristiche più

---

<sup>74</sup> “Finanza comportamentale “ Barbara Alemanni

ricercate quindi da parte di un cliente, prima ancora dei risultati conseguiti in passato ,sono l'affidabilità e la fiducia<sup>75</sup>. Alla luce di questo ,il consulente non è più considerato solo un gestore di patrimoni ,ma di persone. Affinché il rapporto sia proficuo il consulente dovrà utilizzare un mix fra Competenze (che risultano fondamentali sia nella fase di Pianificazione sia di Educazione del cliente) e di Empatia (fondamentale per istaurare prima di tutto un rapporto umano con il cliente). Riguardo all' empatia sarà importante stare vicini ai propri clienti in fasi di mercato ,sia positive (e soprattutto) in quelle negative richiedendo continuamente feedback sul lavoro che si sta svolgendo e mettendosi sullo stesso piano del cliente nelle decisioni ,cercando di rendergli tutto il più chiaro possibile. Da tutti questi numerosi elementi dipende la crescita e lo sviluppo di questa figura professionale e la sua possibilità di essere d'aiuto per una maggiore educazione finanziaria degli investitori.

---

<sup>75</sup> "Money doctors" Gennaioli, Shleifer ,Vishny

# CONCLUSIONI

Questo elaborato si pone nell'ambito degli studi di finanza comportamentale analizzando come un consulente finanziario si occupi di curare e risolvere le distorsioni comportamentali degli individui. Precisamente sono state trattate le caratteristiche di questa figura professionale, la legislazione a cui è sottoposto e di come svolge il suo lavoro sia nell'opera di pianificazione finanziaria sia in quella di "debiasing".

Per prima cosa si sono analizzate le caratteristiche della finanza comportamentale e delle sue differenze rispetto alla finanza tradizionale. Dopo sono state prese in considerazione le principali quattro "Euristiche" della disponibilità, rappresentatività, conferma e affetto. Queste strategie errate danno vita a vari errori/bias che sono stati inseriti sotto la loro euristica di riferimento. La teoria del prospetto è sicuramente una delle teorie più celebri della finanza comportamentale e risulta estremamente collegata con l'inquadramento/framing e alla contabilità mentale. Estremamente rilevanti sono anche quei bias legati ai sentimenti che inducono gli individui ad agire in modo diverso in base allo stato emozionale in cui si trovano in quel momento oltre che l'approccio psicologico di un soggetto nei confronti di una decisione (che può volutamente fallire come nel caso dell'autoinganno). Infine sono state trattate le influenze date dal rapporto con la morale comune e con sentimenti condivisi dalla comunità come la giustizia e l'etica che sicuramente condizionano il soggetto nell'effettuare decisioni.

Nel Primo capitolo quindi l'attenzione è stata rivolta soprattutto all'aspetto nozionistico delle scienze comportamentali. Nel Secondo capitolo invece è stata introdotta la figura principale dell'elaborato ovvero il consulente finanziario. Dopo aver fornito una definizione della figura, si è descritto i due diversi modi in cui opera: su base dipendente o indipendente (con quest'ultima che pur essendo meno numerosa risulta avere caratteristiche migliori per soddisfare al meglio le richieste dei clienti). La crescita d'importanza di questa figura e dei mercati finanziari in generale ha anche fatto aumentare la legislazione e la normativa che li regolano. Per tale ragione sono stati descritti alcuni degli elementi più significativi riguardo alla consulenza della normativa europea MIFID II del 2014 che ha come parole chiave Trasparenza e protezione verso l'investitore.

Per comprendere al meglio l'operato del consulente è stato necessario riconoscere al meglio le caratteristiche dei suoi "potenziali clienti" ovvero degli investitori, in particolare quelli italiani. Sono state trattate infatti le caratteristiche, le conoscenze, il modo d'investire e gli errori più comuni da essi compiuti. È stato reso in questo modo ancor più chiaro l'importanza della funzione svolta dal consulente e quanto questa figura sia importante per l'investitore. Tuttavia a livello

italiano ancora un piccola parte di individui si rivolge a un consulente indipendente ; di questi individui abbiamo fornito una descrizione notando una certa omogeneità del tipo di investitore che usufruisce del servizio. Il capitolo è stato concluso con le motivazioni che spingono i soggetti a non servirsi di un consulente e che cosa le persone ricercano in consulente per potercisi affidare . Proprio dal soddisfacimento di queste richieste e da un aumento della propensione al rischio degli investitori passa la crescita d'importanza della consulenza finanziaria.

Il Terzo Capitolo invece è stato dedicato a come il consulente opera ( o dovrebbe operare) con il cliente che decide di affidarsi ai suoi servizi. Per operare nel modo migliore il consulente dovrà ,come illustrato, conoscere al meglio l'investitore, quelli che sono i suoi obiettivi e quello che è il suo profilo di rischio , i questionari per la profilatura di rischio spesso vengono aiuto al consulente . Solo dopo aver sviluppato un quadro il più possibile completo sul proprio cliente il consulente potrà iniziare a costruire il portafoglio di titoli adatto alle necessità del suo cliente. La piramide stratificata aiuta molto il consulente a far rendere chiaro al cliente come dividere i suoi soldi in base al rischio.

Successivamente è stato trattato il Debiasing , importante concetto della finanza comportamentale volutamente non trattato nel primo capitolo per poter dedicare la parte finale dell'elaborato ad esso. Per prevenire gli errori degli investitori, hanno un ruolo significativo sia le istituzioni ( aspetto normativo) sia l'educazione finanziaria , tuttavia il consulente per il suo rapporto più stretto con il singolo investitore può riuscire meglio in questo compito . Sono state identificati due diversi approcci che il consulente può adottare . Il primo è la modifica della persona quando si vuole indirizzare il cliente verso uno specifico risultato come la correzione di un particolare errore/bias. Il secondo è modifica dell'ambito, quando il consulente trasforma il contesto nel quale il cliente prende la decisione, ma lasciandolo poi scegliere autonomamente.

## **Bibliografia**

### **Libri**

“ Cigno nero: Come l'improbabile governa le nostre vite “ di Nassim Nicolas Taleb (2007)

“ Pensieri lenti e Veloci “ di Daniel Kahneman (2011)

“ Finanza comportamentale “ di Enrico Maria cervellati (2012)

“ Judgment in Managerial Decision Making “ di Max Bazerman , Don A.Moore (2008)

“ Finanza comportamentale “ di Barbara Alemanni (2015)

“ Istituzioni e Mercati Finanziari “ di Mishkin , Eakins , Elena Beccalli (2019)

“ Spinta Gentile “ di Richard Thaler , Cass R. Sustein ( 2008)

## **Articoli**

“ Money doctors “ di Nicola Gennaioli , Andrei Shleifer , Robert Vishny ( 2015)

“ Information Cascades in the Laboratory” di Lisa Anderson , Charles A. Holt ( 1997)

“Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk” di Daniel Kahneman , Amos Tversky (1979)

“ Cognitive biases and instability of preferences in the portfolio choices of retail investors policy implications of behavioural finance “ di N.Linciano ( 2010 )

“Decision Points A Theory Emerges “ Di Soman , Xu , Cheema ( 2010 )

“ Debiasing “ di Fischhoff ( 1982)

“User guide to debiasing “ di Jack B soll , Katherine L. Milkman , John W. Payne (2013)

“ Consulenza finanziaria alla luce della Mifid 2: Profili giuridici” di Francesco di Ciommo ( 2017)

“Caratteristiche sociodemografiche e trading degli investitori individuali “ di Enrico Maria Cervellati , Pino Fattori (2012)

“Financial advisors: a case of babysitters? “ di Andreas Hackethal, Micheal Haliassos , Tullio Jappelli ( 2016)

AIPB XII “Osservatorio sulla clientela private in Italia “ di Sara Galli , Federica Bartoncelli (2018)

“ Scelte di portafoglio degli investitori e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria” di M. Gentile Nicola Siciliano (2009)

“Approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane” Consob ( 2019)

“ Il servizio di consulenza in materia d’investimenti” estrapolato dal Diritto bancario

“Distorsioni comportamentali e consulenza finanziaria “ di Nadia Linciano ( 2012)

“Il senso dell’ etica” di Francesco Viola (1994)

“Autoinganno misura della menzogna a difesa dell’ autostima “ di Massimo Zedda ( 2018)

“Teoria del campo di Lewin “ di Nicola Papparella (2019)

“Finanza comportamentale e gestione del risparmio"di U.Rigoni (2006)

“Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness “ (2005)

“Iridium failure brought Motorola back down to earth “ di Wolinsky (2003)

“Il servizio di consulenza in materia d’investimenti” estrapolato dal Diritto bancario

“Il valore della consulenza finanziaria “ di Massimo Scolari ( 2010 )

“ Il consulente di investimento “ di Stefano Masullo, Massimiliano Romano ( 2002)

“Educazione finanziaria in Italia “ di ICF patti chiari (2010)

“Gestione della relazione con il Cliente “ estrapolato dall’associazione delle societa (2009)

“Con la Mifid 2 nuovi obblighi informativi per l’intermediario a tutela dell’investitore “ di Maria Elena Salerno ( 2015)

“Errori Comportamentali quando a cascarci è il consulente” di Fabrizio Crespi ( 2018)

Commissione europea 2008 (estrapolata dal libro “Finanza comportamentale “ ) di Barbara Alemanni ( 2015)

“Dieci stranezze dell’ investitore italiano “ di Raffaele Zenti (2017)

Il nuovo quadro normativo previsto dalla Mifid 2 e dai relativi atti legati regulatory ( 2017)