



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**QUADERNI  
DI  
FINANZA**

**STUDI E RICERCHE**

**LE SCELTE DI PORTAFOGLIO DEGLI INVESTITORI  
*RETAIL* E IL RUOLO DEI SERVIZI  
DI CONSULENZA FINANZIARIA**

*M. Gentile, G. Siciliano*

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana "Studi e Ricerche" vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana "Documenti" trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo

Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini

---

*Quaderni di Finanza*

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477.1 - Fax: 06.8477612

e-mail: [quaderni\\_finanza@consob.it](mailto:quaderni_finanza@consob.it)

# LE SCELTE DI PORTAFOGLIO DEGLI INVESTITORI RETAIL E IL RUOLO DEI SERVIZI DI CONSULENZA FINANZIARIA

M. Gentile\*, G. Siciliano\*

## Abstract

*La crisi finanziaria ha avuto un impatto molto rilevante sulle scelte di allocazione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane e ha riportato all'attenzione delle Autorità di vigilanza l'importanza dei servizi di consulenza finanziaria nell'orientare i comportamenti degli investitori non professionali, soprattutto nelle fasi di maggiore incertezza che caratterizzano l'andamento dei mercati. I servizi di consulenza possono contribuire a correggere alcuni errori tipici degli investitori retail (eccessiva concentrazione della ricchezza sui depositi, scarsa diversificazione del portafoglio per rischio di mercato e di emittente, trading eccessivo) generando un impatto positivo sull'integrità, sullo sviluppo e l'efficienza del mercato dei capitali. Tuttavia, i servizi di consulenza sono relativamente poco diffusi fra le famiglie italiane: quasi i 2/3 delle famiglie dichiara di avere un consulente finanziario ma è possibile stimare che solo il 20% circa delle famiglie riceve effettivamente servizi di consulenza. Gran parte delle famiglie, dunque, pur avendo un consulente finanziario di riferimento, non ha di fatto alcun rapporto significativo con tale soggetto (situazione definita come "consulenza passiva"). Inoltre, il 60% circa delle famiglie che ha un'esposizione al mercato finanziario – nel senso che possiede prodotti o strumenti finanziari rischiosi, quali azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, polizze a contenuto finanziario e fondi pensione – non riceve servizi di consulenza. La maggioranza delle famiglie gestisce dunque l'esposizione al mercato finanziario senza alcun supporto di natura consulenziale da parte degli intermediari. È dunque importante analizzare i fattori che spiegano la domanda di servizi di consulenza da parte delle famiglie e l'impatto dell'offerta di tali servizi sulle scelte di portafoglio. Il lavoro mostra che la diffusione dei servizi di consulenza dipende non solo da alcune componenti che caratterizzano il profilo socio-economico delle famiglie, ma anche dalla percezione della presenza e dell'intensità di conflitti di interessi e dal giudizio sul livello qualitativo dei servizi. In particolare, a parità di altre condizioni, le famiglie con una maggiore ricchezza finanziaria (ultimo quartile della distribuzione) hanno una probabilità di ricevere servizi di consulenza di 20 punti percentuali più elevata rispetto alle altre famiglie, mentre la probabilità di ricevere servizi di consulenza si riduce di 10 punti percentuali per le famiglie più avverse al rischio. Le famiglie che ritengono che il consulente sia in conflitto di interessi oppure hanno la percezione di una qualità dei servizi non elevata hanno invece una forte probabilità di interrompere i legami con il consulente e di passare ad una situazione di "consulenza passiva". Il lavoro mostra poi che l'offerta di servizi di consulenza ha un impatto molto rilevante sulle scelte di portafoglio delle famiglie. A parità di altri fattori, le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno una probabilità di oltre 20 punti percentuali più elevata di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi, probabilità che sale ulteriormente quando vi è la percezione di un forte legame fiduciario (assenza di conflitti di interessi) e di una elevata qualità del servizio. Questo effetto è dovuto quasi interamente ad una maggiore probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito e polizze a contenuto finanziario. Il lavoro mostra, infine, che, a parità di altri fattori, le famiglie che ricevono servizi di consulenza investono circa il 9% in più della loro ricchezza finanziaria in prodotti del risparmio gestito e in polizze a contenuto finanziario e circa il 4% in più in azioni e obbligazioni. Complessivamente, le evidenze documentate nel lavoro indicano che le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno un portafoglio più diversificato e meno concentrato sui depositi e titoli di Stato e che la consulenza favorisce la diffusione del risparmio gestito.*

\* CONSOB, Divisione Studi Economici. Le opinioni espresse nel lavoro sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.



## 1) Introduzione e motivazioni dello studio

I servizi di consulenza finanziaria svolgono un ruolo di primaria importanza nell'indirizzare le scelte di allocazione del risparmio degli investitori *retail*. Per tale motivo il legislatore comunitario, nell'ambito della direttiva MiFID, ha ritenuto necessario ricomprendere la consulenza fra i servizi di investimento, assoggettandola a regole di condotta particolarmente stringenti al fine di rafforzare la tutela dei risparmiatori. Anche la letteratura economica ha sottolineato l'importanza del ruolo della consulenza nell'orientare le famiglie verso strategie di investimento che riflettono i postulati della teoria delle scelte di portafoglio, favorendone il processo di educazione finanziaria.

In Italia la crisi finanziaria ha contribuito a ridurre ulteriormente la propensione degli investitori *retail* a detenere strumenti finanziari rischiosi (azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito) ed è cresciuta la quota di famiglie che detengono attività finanziarie esclusivamente sotto forma di depositi e circolante. Si tratta di un modello di comportamento che ha ripercussioni rilevanti sulla struttura del sistema finanziario e, pur in un mercato dei capitali globalizzato, contribuisce a ridurre le possibilità di sviluppo di un sistema più *market oriented* e meno "bancocentrico".

I servizi di consulenza possono avere un ruolo molto importante nel favorire l'accesso degli investitori *retail* al mercato dei capitali privato, promuovendone così lo sviluppo, e allo stesso tempo possono orientare le famiglie a detenere portafogli diversificati che garantiscono un profilo rischio-rendimento più favorevole rispetto ai depositi. Inoltre, nei periodi di forti turbolenze sui mercati finanziari servizi di consulenza opportunamente modulati in funzione delle caratteristiche dei clienti e fondati su legami di fiducia consolidati nel tempo possono mitigare la tendenza a comportamenti irrazionali, o dettati dal panico, che portano gli investitori *retail* a uscire completamente dai mercati finanziari e esasperano le crisi di liquidità e le pressioni ribassiste.

Il ruolo dei servizi di consulenza nell'orientare i comportamenti degli investitori *retail* rappresenta dunque un tema di *policy* di grande rilievo, ma in concreto si hanno poche informazioni – sia in Italia che in altri paesi – sulla diffusione dei servizi di consulenza, sulle caratteristiche delle famiglie che richiedono o ricevono tali servizi, sul loro impatto sulle scelte di portafoglio, sul grado di fiducia degli investitori nei confronti dei consulenti finanziari e sul livello di soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti.

Nel presente studio si affrontano tali temi utilizzando i dati derivanti dalle indagini realizzate dalla società GfK Eurisko su un campione rappresentativo di investitori *retail* a fine 2007 e a fine 2008. Le indagini sono realizzate somministrando un questionario a un campione di circa 2.500 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra i 18 e i 74 anni<sup>1</sup>.

Questo database consente in primo luogo di valutare i cambiamenti nelle scelte di portafoglio delle famiglie a seguito di una delle più profonde crisi finanziarie a partire dal Dopoguerra, che si è innescata sostanzialmente a partire dal settembre 2008 in conseguenza *default* Lehman Brothers. Nel §3 si riassumono brevemente i risultati della letteratura economica sul ruolo della consulenza nell'ambito delle scelte di portafoglio delle famiglie e successivamente si analizza il quadro regolamentare che caratterizza la definizione e la disciplina della consulenza, al fine di evidenziare i collegamenti fra le caratteristiche del servizio così come disciplinato dalla MiFID e le informazioni sulle tipologie di servizi prestati dagli intermediari che in concreto si possono desumere sulla base del questionario somministrato alle famiglie da GfK Eurisko.

---

<sup>1</sup>L'indagine è denominata *Multifinanziaria Retail Market*. Sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari; il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana).

Il lavoro offre un'analisi del livello di diffusione dei servizi di consulenza tra gli investitori *retail* e delle caratteristiche socio-economiche delle famiglie che ricevono servizi di consulenza. Nella parte finale del lavoro si analizza invece l'impatto della consulenza sulle scelte di portafoglio delle famiglie.

Il lavoro mostra che la diffusione dei servizi di consulenza dipende non solo da alcune componenti che caratterizzano il profilo socio-economico delle famiglie – prime fra tutte la ricchezza finanziaria e l'avversione al rischio – ma anche dalla percezione della presenza e dell'intensità di conflitti di interessi e dal giudizio sul livello qualitativo dei servizi. Le famiglie che ritengono che il consulente sia in conflitto di interessi oppure hanno la percezione di una qualità dei servizi non elevata hanno invece una forte probabilità di interrompere i legami con il consulente.

Il lavoro mostra poi che l'offerta di servizi di consulenza ha un impatto molto rilevante sulle scelte di portafoglio delle famiglie. A parità di altri fattori, le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno una probabilità molto più elevata di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi, probabilità che sale ulteriormente quando vi è la percezione di un forte legame fiduciario (assenza di conflitti di interessi) e di una elevata qualità del servizio di consulenza. Questo effetto è dovuto quasi interamente ad una maggiore probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito e polizze a contenuto finanziario e non sembra dipendere da una relazione di causalità inversa, nel senso che è il possesso di strumenti finanziari rischiosi che porta le famiglie a domandare servizi di consulenza. Il lavoro mostra, infine, che le famiglie che ricevono servizi di consulenza investono circa il 9% in più della loro ricchezza finanziaria in prodotti del risparmio gestito e in polizze a contenuto finanziario e circa il 4% in più in azioni e obbligazioni.

Complessivamente, le evidenze documentate nel lavoro indicano che le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno un portafoglio più diversificato e meno concentrato sui depositi e i titoli di Stato e che la consulenza favorisce la diffusione del risparmio gestito.

Il paragrafo finale discute le implicazioni di *policy* di tali risultati.

## **2) La crisi finanziaria e le scelte di portafoglio degli investitori *retail***

Gli eventi che hanno caratterizzato i mercati finanziari dopo il *default* Lehman Brothers hanno determinato un drastico cambiamento nelle preferenze e nella propensione al rischio degli investitori. Per ciò che riguarda l'Italia, i dati dell'indagine GfK Eurisko indicano che, fra la fine del 2007 e la fine del 2008, si è verificato un significativo spostamento del risparmio verso strumenti più liquidi e a basso rischio.

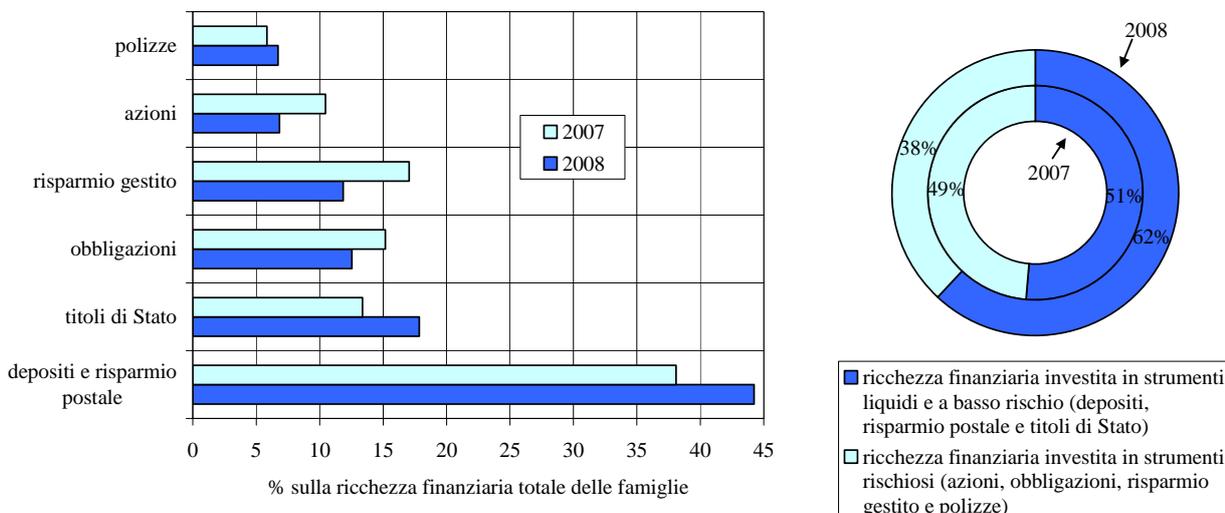
In particolare, è possibile stimare che la quota dei depositi (bancari e postali, inclusi i certificati di deposito) e dei prodotti postali (buoni postali fruttiferi e altri prodotti postali diversi dal conto corrente/libretto) sulla ricchezza finanziaria complessiva degli investitori *retail* è aumentata di circa 6 punti percentuali, passando dal 38% circa a fine 2007 al 44% circa a fine 2008, mentre la quota dei titoli di Stato è passata dal 13 al 18% circa (parte in alto della Fig. 1); la quota delle obbligazioni (bancarie e *corporate*), invece, è scesa dal 15,2% al 12,5%, quella delle azioni dal 10,5% al 6,8% e quella dei prodotti del risparmio gestito (fondi e gestioni patrimoniali) dal 17,1% all'11,8%<sup>2</sup>.

---

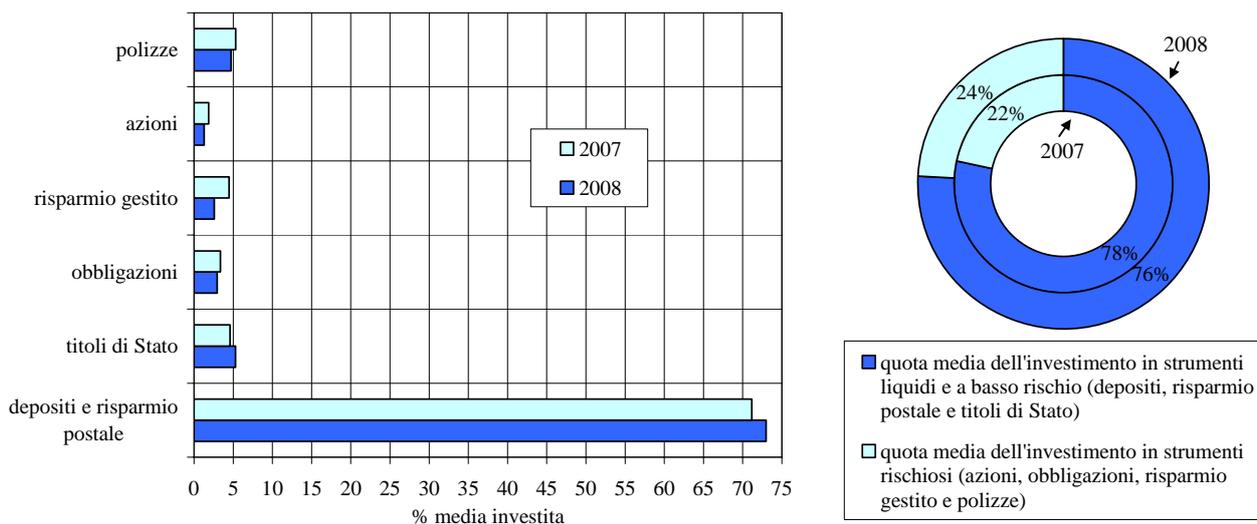
<sup>2</sup> Il questionario GfK Eurisko mette a disposizione per ciascuna famiglia dati riguardo alla ricchezza finanziaria (ossia la somma del valore degli investimenti in depositi e altre forme di liquidità distinte rispetto ai depositi, nonché in titoli di Stato, azioni, obbligazioni, polizze vita, fondi pensione, risparmio gestito e prodotti postali) e alle quote di ricchezza finanziaria investita nelle diverse categorie di attività finanziarie. Poiché sia il dato sulla ricchezza finanziaria che quello sulle quote investite vengono forniti per intervalli, a ciascuna famiglia è stato attribuito un valore puntuale della

**Fig. 1 – Composizione del portafoglio degli investitori *retail* in Italia**

*Ripartizione della ricchezza finanziaria totale degli investitori retail per tipologia di attività finanziarie*



*Medie semplici della quota della ricchezza finanziaria investita nelle singole attività finanziarie*



Fonte: stime su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

ricchezza finanziaria e delle quote investite calcolando la media semplice degli estremi dell'intervallo (l'unica eccezione è rappresentata dall'ultimo intervallo di ricchezza finanziaria che essendo aperto è stato approssimato con l'estremo inferiore dell'intervallo stesso).

Per calcolare le quote investite nelle singole attività finanziarie ponderate per la ricchezza si è moltiplicato il valore puntuale della quota investita in ogni attività finanziaria per il valore puntuale della ricchezza finanziaria di ogni famiglia, ottenendo così un'approssimazione del valore monetario dell'investimento di ciascuna famiglia nelle varie categorie di attività finanziarie. Il valore medio dell'investimento in termini monetari nelle varie categorie di attività finanziarie stimato per l'intera popolazione viene calcolato moltiplicando l'ammontare monetario investito da ciascuna famiglia per un vettore di pesi forniti dalla stessa GfK Eurisko. Sommando i valori medi monetari dell'investimento nelle varie categorie di strumenti finanziari si ottiene la composizione media del portafoglio, sempre in termini monetari, stimata per l'intera popolazione e da questa si calcola il peso percentuale delle varie attività finanziarie.

Complessivamente, quindi, si può stimare che a fine 2008 circa il 62% della ricchezza finanziaria degli investitori *retail* risultava investita in depositi e titoli di Stato, contro una quota del 51% a fine 2007. Circa l'11% della ricchezza finanziaria complessiva si è dunque sposata dai prodotti e strumenti più rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze finanziarie) ai depositi e ai titoli di Stato.

Considerando invece la media semplice della quota che ogni singola famiglia investe nelle varie tipologie di strumenti finanziari<sup>3</sup>, le variazioni intervenute nel 2008 appaiono assai più ridotte (parte in basso della Fig. 1); questo risultato dipende tuttavia da due fattori strutturali che caratterizzano le scelte di portafoglio delle famiglie italiane documentati in diversi studi<sup>4</sup>: in primo luogo, indipendentemente dagli effetti della crisi finanziaria, una quota molto elevata di famiglie italiane investe esclusivamente in depositi e titoli di Stato (75% delle famiglie nel 2007; Fig. 2); in secondo luogo, la rimanente quota di famiglie che investe anche in strumenti diversi dai depositi e dai titoli di Stato (cioè che detiene almeno uno strumento o prodotto finanziario "rischioso", quali azioni, obbligazioni, polizze vita o prodotti del risparmio gestito) si connota per un livello di ricchezza mediamente molto più elevato rispetto alle altre famiglie.

I dati a livello aggregato illustrati nella parte in alto delle Fig. 1 dipendono quindi in larga misura dai comportamenti delle famiglie più ricche, che dunque nel 2008 hanno venduto azioni, obbligazioni e prodotti del risparmio gestito per investire in depositi e titoli di Stato.

Rispetto al 2007 si è ridotta in misura significativa anche la quota delle famiglie italiane che "partecipa al mercato finanziario", cioè che detiene almeno uno strumento o prodotto finanziario rischioso (azioni, obbligazioni, fondi comuni, gestioni patrimoniali, polizze a contenuto finanziario e fondi pensione) e che ha quindi un'esposizione ai rischi di mercato<sup>5</sup>. Infatti, a fine 2008 la quota delle famiglie la cui ricchezza finanziaria era investita esclusivamente in depositi e titoli di Stato risultava cresciuta di circa 5 punti percentuali rispetto a fine 2007 (dal 75% circa all'80% circa) e di converso si è ridotta nella stessa misura la quota di famiglie che partecipa al mercato finanziario (dal 25 al 20% circa) (Fig. 2). In particolare, si è notevolmente ridotto il numero di famiglie che detengono prodotti del risparmio gestito (fondi e gestioni patrimoniali), la cui quota sul totale delle famiglie è passata dal 14 al 9% circa, mentre la quota di famiglie che detengono azioni o obbligazioni (risparmio amministrato) è scesa dal 9 al 7% circa e la quota di famiglie che detengono polizze a contenuto finanziario e fondi pensione è scesa dal 21 al 18% circa.

I dati del questionario GfK Eurisko non consentono di stabilire con precisione in che misura questi cambiamenti così rilevanti nel comportamento degli investitori *retail* siano stati in qualche modo il frutto di scelte consapevoli supportate da servizi di consulenza professionali forniti dagli intermediari ovvero la risposta frettolosa, e in una certa misura irrazionale, dettata da una situazione di panico. Tuttavia, come sarà meglio illustrato di seguito, il fatto che circa il 60% delle famiglie che detengono prodotti e strumenti finanziari rischiosi non si avvalga di servizi di consulenza professionale e gestisca autonomamente il proprio portafoglio finanziario determina un aumento del rischio che le reazioni degli investitori *retail* alle situazioni di forte turbolenza sui mercati finanziari amplifichino la volatilità e le crisi di liquidità.

---

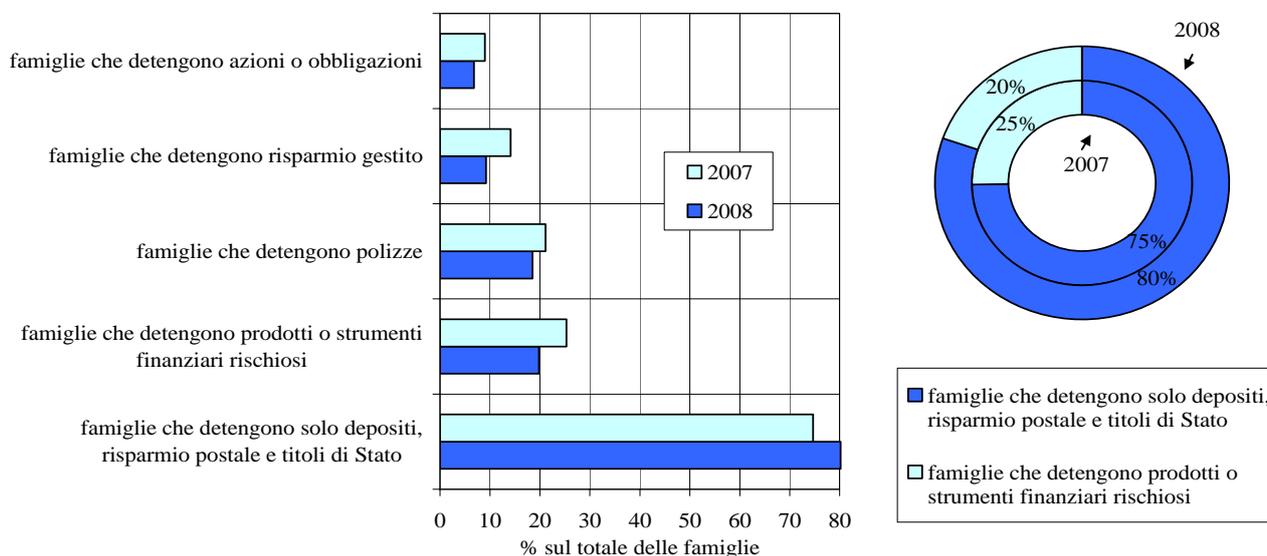
<sup>3</sup> La media semplice delle quote investite nelle singole attività finanziarie è invece calcolata moltiplicando i pesi forniti da GfK Eurisko per il valore puntuale della quota investita dalle singole famiglie (cfr. nota precedente).

<sup>4</sup> Fra i più recenti cfr. Gentile, Linciano e Siciliano (2006).

<sup>5</sup> Al fine di ottenere stime riferite all'intera popolazione, alle quote calcolate sul campione sono stati applicati i pesi forniti da GfK Eurisko.

Queste considerazioni e i dati appena illustrati mettono chiaramente in luce l'importanza, da un punto di vista di *policy*, di analizzare i fattori che influenzano la diffusione dei servizi di consulenza, le determinanti della domanda di tali servizi e il ruolo che essi giocano nell'orientare e guidare le scelte delle famiglie.

**Fig. 2 – Attività finanziarie detenute degli investitori *retail***



Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane. La quota delle famiglie che detengono solo depositi e titoli di Stato include quelle che detengono solo circolante (cosiddette *unbanked*). La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione.

Il paragrafo successivo offre una rassegna della letteratura economica sul tema della consulenza – il cui recente sviluppo testimonia appunto la crescente consapevolezza della rilevanza di *policy* del tema - e sintetizza i risultati degli studi che più direttamente hanno affrontato le problematiche appena citate; segue poi una breve analisi del quadro giuridico che disciplina la prestazione dei servizi di consulenza, che è preordinata soprattutto a chiarire alcune ipotesi sulle modalità di rilevazione delle diverse tipologie di servizi di consulenza sulla base delle informazioni derivanti dalle risposte al questionario somministrato agli investitori dalla società GfK Eurisko. I paragrafi successivi invece offrono i risultati dell'analisi empirica, basata sui dati dell'indagine campionaria GfK Eurisko, con riferimento alle due questioni centrali oggetto del lavoro, ossia quali sono le determinanti della domanda di servizi di consulenza e quale è l'impatto di tali servizi sulle scelte di allocazione del risparmio.

### 3. I servizi di consulenza finanziaria agli investitori *retail*: profili economici e regolamentari

#### 3.1 La letteratura economica sui servizi di consulenza

La teoria finanziaria "classica" sulle scelte di portafoglio e la formazione dei prezzi sui mercati finanziari ipotizza un mondo di agenti perfettamente razionali con *set* informativi completi e omogenei. La letteratura più recente sui comportamenti e le scelte finanziarie degli investitori *retail*

(cosiddetta *behavioral finance*) mostra invece come il comportamento delle famiglie sia spesso molto lontano dal concetto di “razionalità” postulato nella teoria finanziaria *standard*: gli investitori commettono sistematicamente degli “errori” o hanno comportamenti che non possono essere riconciliati facilmente con un modello di massimizzazione di una funzione di utilità che dipende dal rischio e dal rendimento delle attività finanziarie. In questo contesto, la consulenza finanziaria assume un ruolo centrale per favorire, allo stesso tempo, un processo di “correzione degli errori” nelle scelte di portafoglio e di educazione finanziaria<sup>6</sup>.

Uno degli aspetti del comportamento delle famiglie più difficili da riconciliare con la teoria finanziaria è rappresentato dalla bassa partecipazione al mercato finanziario, e in particolare al mercato azionario. Infatti, dato un extra-rendimento positivo delle attività rischiose, la teoria postula che anche gli individui più avversi al rischio dovrebbero investire una quota (sia pure modesta) della propria ricchezza in attività rischiose<sup>7</sup>. Se per le famiglie meno abbienti e con una ricchezza finanziaria limitata la non partecipazione al mercato finanziario può essere un comportamento razionale – poiché i costi per l’accesso al mercato finanziario (in una certa misura fissi e collegati alle commissioni di vario tipo da riconoscere agli intermediari) possono superare i benefici attesi in termini di extra-rendimento rispetto al tasso sui depositi (benefici che sono invece proporzionali alla dimensione del patrimonio)<sup>8</sup> - la bassa partecipazione fra le famiglie più ricche e con patrimoni elevati rimane difficilmente razionalizzabile<sup>9</sup>, sebbene studi recenti sembrano indicare come la scarsa fiducia nel sistema finanziario (alimentata da grandi scandali o da improvvisi *default*) può essere sufficiente a spiegare il basso tasso di partecipazione anche fra le famiglie più ricche<sup>10</sup>.

Anche le famiglie che partecipano al mercato finanziario tendono a diversificare poco le attività detenute in portafoglio, non tengono conto della correlazione dei rendimenti degli *asset*<sup>11</sup>, commettono spesso errori nella misurazione del proprio patrimonio finanziario<sup>12</sup> e, quindi, nella valutazione della loro capacità di assumere dei rischi finanziari<sup>13</sup>. Inoltre, gli investitori *retail* di frequente stabiliscono in modo non corretto le priorità da assegnare alle proprie preferenze, definiscono strategie finanziarie sulla base di stime approssimative delle probabilità di eventi aleatori in grado di influenzare il rendimento del portafoglio<sup>14</sup>, tendono ad assumere decisioni sulla base di una rappresentazione della realtà troppo semplificata<sup>15</sup> oppure sono eccessivamente sicuri dell’accuratezza delle proprie informazioni e della propria capacità di interpretare le dinamiche dei

---

<sup>6</sup> Cfr. Campbell (2006).

<sup>7</sup> Cfr. Mehra e Prescott (1985)

<sup>8</sup> Cfr. Haliassos e Bertaut (1995), Paiella (2001), Polkovnichenko (2006), Vissing-Jorgensen (2002), Saito (1995).

<sup>9</sup> Cfr. Campbell cit. Per l’Italia Guiso e Jappelli (2002) e Gentile *et al.* (2006) documentano come il tasso di partecipazione al mercato finanziario da parte delle famiglie più ricche (nell’ultimo decile o nell’ultimo quartile della distribuzione per ricchezza) non supera il 50%.

<sup>10</sup> Cfr. Guiso *et al.* (2005). Per l’Italia Gentile *et al.* mostrano come la partecipazione sia fortemente correlata con la Regione di residenza; in particolare, a parità di altri fattori, le famiglie residenti nelle Regioni del Sud hanno una probabilità significativamente più bassa di detenere strumenti o prodotti finanziari rischiosi. Questo risultato potrebbe dipendere sia da un supposto minore livello di cosiddetto “capitale sociale” e di fiducia che caratterizza le Regioni del Sud (cfr. Guiso *et al.* 2004) ovvero dal fatto che gli abitanti delle Regioni del Sud sono esposti ad una maggiore variabilità dei redditi da lavoro (cosiddetto *background risk*) e quindi non sono disposti a tollerare ulteriori forme di rischio quali quelle derivanti dall’esposizione al mercato finanziario (cfr. Kimball 1993).

<sup>11</sup> Cfr. Benartzi e Thaler (2001) e Goetzmann e Kumar (2008).

<sup>12</sup> Cfr. Fisher e Gerhardt (2007).

<sup>13</sup> Cfr. Roszkowsky *et al.* (2005).

<sup>14</sup> Cfr. Kahneman e Tversky (1979).

<sup>15</sup> Cfr. Kotlikoff (2001).

mercati finanziari (cosiddetta *over-confidence*)<sup>16</sup>. Infine, le famiglie tendono a considerare più affidabili i titoli domestici e, conseguentemente, la diversificazione di portafoglio a livello geografico risulta subottimale (cosiddetto *home bias*)<sup>17</sup>.

Molti di questi “errori” sono stati rilevati nell’ambito di studi relativi ai cosiddetti *trader on line* o *day trader* – che costituiscono il caso tipico di soggetti che accedono al mercato finanziario senza il supporto di servizi di consulenza - anche se tale categoria di soggetti rappresenta una quota molto ridotta del complesso degli investitori *retail*. Tali studi hanno dimostrato come questi soggetti subiscono tendenzialmente perdite consistenti dovute ad errori di *over-confidence*, ad una eccessiva propensione al rischio e ai costi commissionali generati da una eccessiva attività di *trading*<sup>18</sup>.

Il consulente finanziario, quindi, facendo leva su un maggiore grado di competenza e di esperienza in materia di investimenti finanziari, dovrebbe impedire che gli investitori *retail* commettano gli “errori classici” individuati negli studi appena citati (esposizione al mercato finanziario nulla, inefficiente diversificazione del portafoglio, *trading* eccessivo, decisioni sulla base di un *set* informativo inadeguato o incompleto, eccessiva confidenza nelle proprie capacità e competenze)<sup>19</sup>. Ovviamente il problema fondamentale è rappresentato dal fatto che i conflitti di interessi e la struttura degli incentivi e della remunerazione del servizio possono indurre i consulenti a effettuare raccomandazioni che portano le famiglie a commettere errori ancora più dannosi<sup>20</sup>. Il consulente finanziario, ad esempio, potrebbe avere incentivi a consigliare prodotti troppo costosi o non adeguati al profilo del cliente, ovvero indurre ad un’eccessiva attività di *trading*. Incentivi di questo tipo nascono anche dal fatto che la “qualità” dei servizi di consulenza non può essere percepita su un arco temporale ridotto e le famiglie possono accorgersi piuttosto lentamente degli errori insiti nelle strategie di investimento consigliate, dando la possibilità all’intermediario di accumulare un elevato volume di commissioni prima di essere “scoperto”.

L’evidenza empirica più recente su questi temi deriva da una serie di studi basati sul *data-base* di un’importante banca tedesca con un elevato numero di investitori *retail*<sup>21</sup>. Da tali studi emerge, in primo luogo, che il servizio di consulenza ha un impatto positivo sul livello di diversificazione del portafoglio e sull’incentivo a detenere prodotti del risparmio gestito (le famiglie che hanno un consulente mostrano una maggiore propensione a detenere fondi azionari piuttosto che singoli titoli). Tuttavia, tali studi mostrano anche che i servizi di consulenza tendono a favorire un aumento eccessivo del *turn-over* dei portafogli e a generare rendimenti di portafoglio mediamente negativi o comunque non significativamente diversi da quelli dei portafogli dei clienti che non si avvalgono di servizi di consulenza. Quest’ultimo risultato potrebbe essere, tuttavia, interpretato come segnale del fatto che solo gli investitori con un elevato livello di esperienza non utilizzano i servizi di consulenza e che questi pertanto sono in grado di conseguire rendimenti mediamente simili a quelli che conseguono gli investitori che si avvalgono dei consigli di un intermediario<sup>22</sup>.

La valutazione della “qualità” dei servizi di consulenza – misurata sulla base dei rendimenti osservati *ex post* - rimane dunque una questione sostanzialmente aperta e sulla quale la ricerca

---

<sup>16</sup> Cfr. Odean (1999).

<sup>17</sup> Cfr. Lewis (1999).

<sup>18</sup> Cfr. Barber e Odean (2000) e (2002) e Choi *et al.* (2004). Sul comportamento dei *trader on line* italiani si veda Alemanni e Franzosi (2006).

<sup>19</sup> Cfr. List (2003).

<sup>20</sup> Cfr. Krausz e Paroush (2002), Bolton *et al.* (2007), Ottaviani (2000).

<sup>21</sup> Cfr. Bluethgen *et al.* (2008) e Hackethal *et al.* (2009).

<sup>22</sup> Cfr. Kramer (2009).

empirica non fornisce evidenze conclusive. Più in generale, gli studi appena citati non riescono a discriminare i “fallimenti” del servizio di consulenza dovuti a conflitti di interessi da quelli dovuti invece ad una scarsa competenza o preparazione professionale del consulente<sup>23</sup>.

Altri studi orientati a misurare la qualità dei servizi di consulenza tentano di stabilire la coerenza delle raccomandazioni fornite dai consulenti con la teoria classica delle scelte di portafoglio, valutando, ad esempio, la distanza dei portafogli consigliati ai clienti dalla frontiera efficiente<sup>24</sup>.

### 3.2 La regolamentazione dei servizi di consulenza

Il quadro normativo che disciplina la prestazione dei servizi di consulenza nell’ambito dell’Unione Europea è delineato nella direttiva MiFID (cosiddetta direttiva di livello 1)<sup>25</sup> e nella direttiva di attuazione (cosiddetta direttiva di livello 2)<sup>26</sup>, le cui disposizioni sono state pienamente recepite nell’ordinamento domestico nel novembre 2007.

Tali norme introducono un significativo cambiamento della disciplina delle regole di condotta da osservare nella prestazione di servizi e attività di investimento e ricomprendono esplicitamente la consulenza fra i servizi di investimento soggetti a “riserva di attività”, cioè la cui prestazione è consentita solo a intermediari autorizzati (o eventualmente anche a persone fisiche soggette a specifica autorizzazione e disciplina). Viene data una definizione precisa del servizio di consulenza - *“prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell’impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari”* - che ricomprende qualsiasi forma di prestazione consulenziale, sia di natura incidentale o occasionale sia di natura continuativa.

L’innovazione fondamentale della MiFID è rappresentata dall’introduzione di una distinzione fra servizi di investimento “a valore aggiunto” – la consulenza e la gestione di portafogli – e servizi “esecutivi” – collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini. Per i servizi a valore aggiunto è previsto un sistema di tutele molto più puntuale e articolato di quello previsto per i servizi esecutivi, fondato su una valutazione di piena adeguatezza fra il profilo del cliente e le caratteristiche degli strumenti finanziari o dei servizi di investimento oggetto di raccomandazione. La personalizzazione diviene quindi uno degli elementi centrali che caratterizza il servizio di consulenza e si fonda sull’obbligo di presentare le raccomandazioni aventi ad oggetto una o più operazioni in strumenti finanziari come “adatte” al cliente, ossia basate sulle caratteristiche del cliente stesso<sup>27</sup>.

Qualora la consulenza non si riferisca ad un determinato strumento finanziario ma ad un “tipo” di strumenti finanziari si configura un’attività che il legislatore comunitario qualifica come “consulenza generica”. Tale è il caso, ad esempio, di raccomandazioni sull’allocazione ottimale del

---

<sup>23</sup> Jansen *et al.* (2008), utilizzando il citato data base relativo ad un intermediario tedesco, mostrano però che il consulente tende a perseguire prevalentemente gli interessi della banca di appartenenza promuovendo l’acquisto di strumenti finanziari con commissioni più elevate e senza tenere conto del livello di avversione al rischio della famiglia.

<sup>24</sup> Cfr. Canner *et al.* (1997) e Elton e Gruber (2000).

<sup>25</sup> Direttiva 2004/39/CE.

<sup>26</sup> Direttiva 2006/73/CE.

<sup>27</sup> Qualora le raccomandazioni non siano presentate come “adatte” per il cliente esse rientrano nelle cosiddette raccomandazioni generali, quali la ricerca in materia di investimenti e le analisi finanziarie, che costituiscono servizi di investimento accessori.

portafoglio su tipologie di attività e strumenti finanziari (ad esempio, liquidità, azioni, obbligazioni, etc.), che possono essere normalmente strumentali e preparatorie alla prestazione della consulenza in senso stretto relativa a determinati strumenti finanziari.

La consulenza generica è disciplinata in via indiretta dalla MiFID, là dove nei *considerando* della direttiva di livello 2 il legislatore comunitario prefigura la possibilità per cui, qualora tale attività sia preparatoria e strumentale alla prestazione del servizio di consulenza, essa deve essere considerata parte integrante di tale servizio di investimento e dunque la relativa disciplina verrebbe attratta da quella dell'adeguatezza prevista per le raccomandazioni aventi ad oggetto specifici strumenti finanziari<sup>28</sup>.

#### **4. La diffusione dei servizi di consulenza fra gli investitori *retail***

Come anticipato nel paragrafo introduttivo, la rilevazione dei servizi di consulenza domandati o ricevuti dalle famiglie e dagli investitori *retail* italiani è basata sui dati dell'indagine condotta dalla società GfK Eurisko su un campione rappresentativo di circa 2.500 famiglie italiane. Come sarà meglio precisato di seguito, la struttura del questionario GfK Eurisko consente di rilevare attività di natura consulenziale che non necessariamente rientrano nella definizione di consulenza dettata dalla MiFID (consulenza in senso stretto e consulenza generica).

In primo luogo, è possibile individuare famiglie che hanno dichiarato di non avere un “consulente di fiducia” per gli investimenti e abbiamo assunto che tali famiglie non ricevano servizi consulenza. È stato poi individuato un secondo gruppo di famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti ma di non avere avuto alcun tipo di contatto o rapporto con il consulente nei 3 mesi antecedenti l'intervista; abbiamo denominato questa situazione come “consulenza passiva”.

Vi sono poi famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia e di essere state contattate dal consulente ma solo per comunicazioni o informazioni di varia natura che però non sono sfociate in proposte di negoziazione relative a specifici strumenti o prodotti finanziari. Abbiamo assunto che questo caso possa potenzialmente ricomprendere situazioni che configurano la prestazione di servizi di “consulenza generica”, come definiti nella MiFID, anche se le modalità di formulazione della domanda del questionario non permettono di averne la certezza.

Vi sono infine le famiglie che dichiarano di avere ricevuto almeno una proposta di acquisto relativa a specifici strumenti o prodotti finanziari dal consulente di fiducia nei 12 mesi precedenti l'intervista. Questa situazione, definita come “consulenza attiva”, costituisce probabilmente la *proxy* più vicina al servizio di consulenza in senso stretto come definito e disciplinato dalla MiFID, per quanto non sia abbiano informazioni circa il fatto che le raccomandazioni o le proposte siano state presentate come adatte al profilo della famiglia.

La Tabella 1 riassume le quattro modalità di interazione con il consulente finanziario rilevabili sulla base del questionario GfK Eurisko e la definizione sintetica che qualifica la tipologia di servizio di consulenza associata ad ognuna di esse.

---

<sup>28</sup> Considerando 81° e 82° della direttiva 2006/73/CE.

**Tav. 1 – Categorizzazione dei servizi di consulenza sulla base del questionario GfK Eurisko**

<i>Definizione sintetica</i>	<i>Definizione estesa</i>
Consulenza attiva	La famiglia ha ricevuto proposte relative a specifici strumenti o prodotti finanziari dal consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi
Consulenza generica	La famiglia è stata contattata negli ultimi 3 mesi dal consulente di fiducia ma non ha ricevuto proposte relative a specifici prodotti o strumenti finanziari
Consulenza passiva	La famiglia ha un consulente di fiducia ma non ha ricevuto proposte né contatti
Nessuna consulenza	La famiglia non ha un consulente finanziario di fiducia

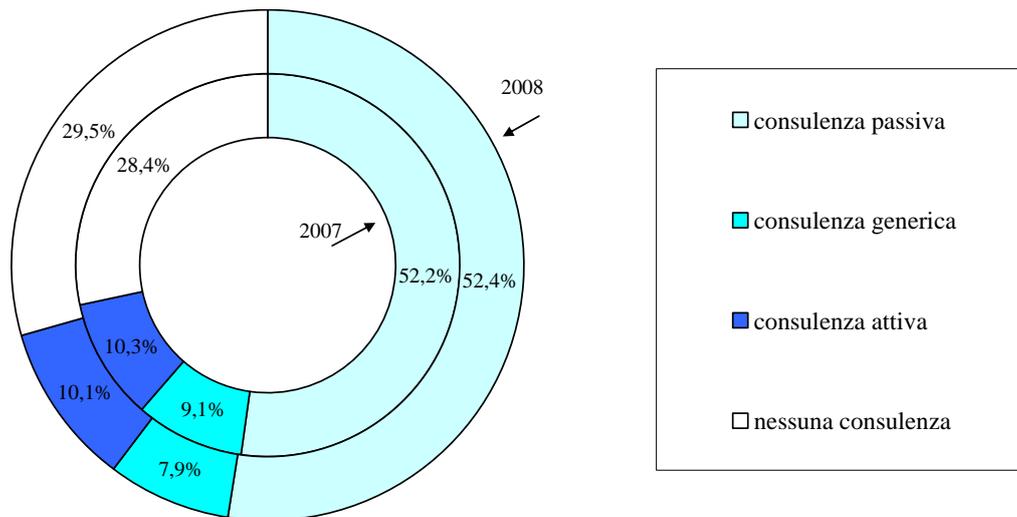
La struttura del questionario GfK Eurisko consente dunque di rilevare la natura dei servizi di consulenza prestati agli investitori solo con un certo grado di approssimazione e comunque non consente di stabilire una esatta corrispondenza con le tipologie di servizi definiti dalla MiFID. Tuttavia, i dati dell'indagine permettono di delineare con sufficiente chiarezza la natura e la frequenza dei rapporti con il consulente finanziario e di inferire con un livello di precisione accettabile il grado di diffusione dei servizi di consulenza fra gli investitori.

Sulla base di queste ipotesi, i dati del sondaggio GfK Eurisko permettono di stimare che circa il 30% delle famiglie italiane non utilizza servizi di consulenza finanziaria (poiché non ha un consulente finanziario di fiducia; Fig. 3); tale percentuale è cresciuta di circa un punto percentuale fra il 2007 e il 2008. Circa la metà delle famiglie, invece, è in una situazione di "consulenza passiva" (ha un consulente di fiducia ma non ha avuto rapporti o contatti con il consulente nei 3 mesi prima dell'intervista); la quota di tali famiglie non è variata significativamente dopo la crisi finanziaria. Circa l'8% (9% nel 2007) delle famiglie riceve servizi di consulenza generica (ha un consulente di fiducia dal quale è stata contattata a vario titolo senza però avere proposte specifiche relative a prodotti o strumenti finanziari). Infine, il 10% circa delle famiglie riceve servizi di consulenza attiva (ha un consulente di fiducia dal quale ha ricevuto proposte relative a specifici strumenti o prodotti finanziari).

La crisi finanziaria non sembra dunque avere inciso in maniera significativa sulla diffusione dei servizi di consulenza fra le famiglie italiane, salvo che per un aumento di circa un punto percentuale delle famiglie che dichiarano di non avere un consulente di fiducia e per una riduzione della stessa entità delle famiglie che ricevono servizi di consulenza generica.

In sostanza, meno del 20% delle famiglie italiane ha contatti regolari con il proprio consulente di fiducia che sfociano in servizi di consulenza potenzialmente riconducibili a quelli disciplinati dalla MiFID.

**Fig. 3 – Diffusione dei servizi di consulenza finanziaria fra gli investitori *retail* (% sul totale delle famiglie)**

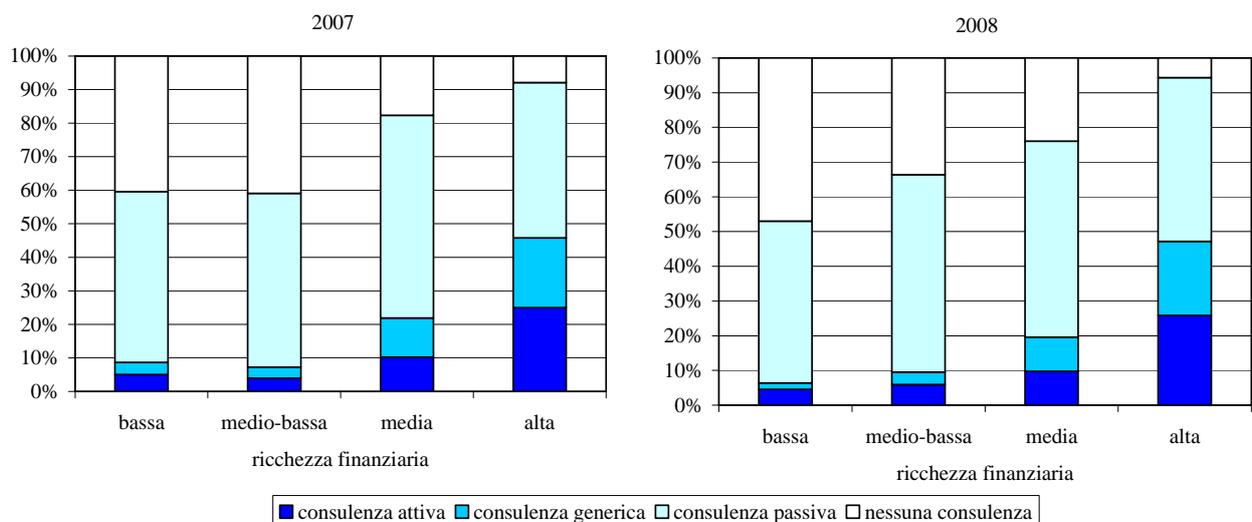


Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane. Stime riferite all'intera popolazione italiana.

### 5. Le caratteristiche degli investitori *retail* che ricevono servizi di consulenza

Come rilevato in altri studi sul tema, la diffusione dei servizi di consulenza è fortemente correlata con la ricchezza finanziaria delle famiglie<sup>29</sup>. Solo il 10% circa delle famiglie con una ricchezza finanziaria bassa (cioè nel primo quartile della distribuzione delle famiglie per ricchezza) riceve servizi di consulenza attiva o generica, contro il 50% delle famiglie con una ricchezza elevata (ultimo quartile della distribuzione) (Fig.4).

**Fig. 4 – Distribuzione degli investitori *retail* in funzione della ricchezza finanziaria e dei servizi di consulenza ricevuti**



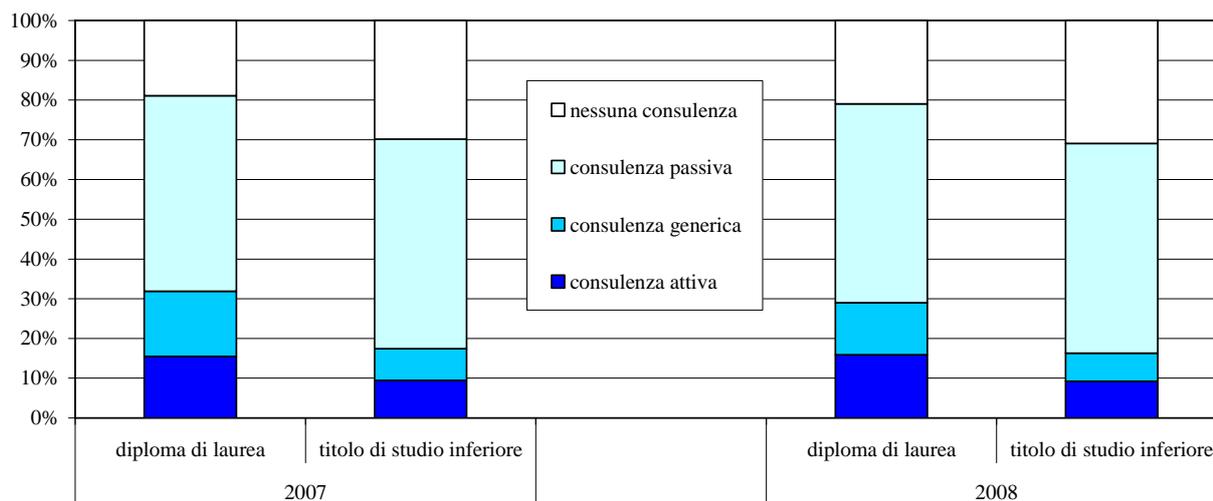
Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane. I livelli di ricchezza finanziaria corrispondono ai quartili della distribuzione della ricchezza finanziaria delle famiglie.

<sup>29</sup> Bluethgen *et al.* cit..

Tale correlazione positiva costituisce un risultato rilevato anche in altri paesi e si giustifica alla luce del fatto che il servizio di consulenza comporta dei benefici attesi che sono proporzionali al patrimonio (a fronte di costi che possono essere in parte fissi) ma anche per via del fatto che le famiglie più ricche possono assegnare un valore marginale molto elevato al tempo che è possibile risparmiare ricorrendo a servizi professionali di consulenza (tempo necessario per acquisire ed elaborare informazioni complesse, per seguire le dinamiche dei mercati finanziari e per aggiustare la composizione del portafoglio, etc.)<sup>30</sup>. In altri termini, le famiglie più ricche potrebbero agevolmente sostenere i costi per acquisire ed elaborare le informazioni necessarie per gestire autonomamente il proprio patrimonio ma ciò assorbirebbe del tempo che può generare un rendimento più elevato se impiegato, ad esempio, in attività professionali o imprenditoriali.

I servizi di consulenza sono poi più diffusi fra le famiglie con un più alto livello di istruzione. In particolare, sulla base dei dati 2008, circa il 29% delle famiglie con un decisore finanziario in possesso del diploma di laurea riceve servizi di consulenza attiva o generica, contro il 16% delle famiglie con un decisore con titolo di studio inferiore (Fig.5).

**Fig. 5 – Distribuzione degli investitori *retail* in funzione del livello di istruzione e dei servizi di consulenza ricevuti**



Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane.

Un altro fattore che è correlato positivamente con la diffusione dei servizi di consulenza è rappresentato dal grado di avversione al rischio delle famiglie. Sebbene sia difficile misurare correttamente l'avversione al rischio, essendo questa una variabile latente non direttamente osservabile, è stata presa a riferimento una domanda del questionario GfK Eurisko sulle motivazioni che spingono le famiglie a realizzare investimenti in strumenti finanziari, attribuendo un elevato livello di avversione al rischio alle famiglie che indicano quali uniche motivazioni la garanzia della restituzione del capitale investito oppure di un rendimento minimo (altre possibili motivazioni riportate nel questionario sono, ad esempio, il grado di fiducia nel consulente o nella banca proponente, l'andamento dei mercati finanziari, il livello delle commissioni sugli investimenti dalla conoscenza dei prodotti finanziari, etc.) (Tav. 2).

<sup>30</sup> Fisher e Gerhardt (2007).

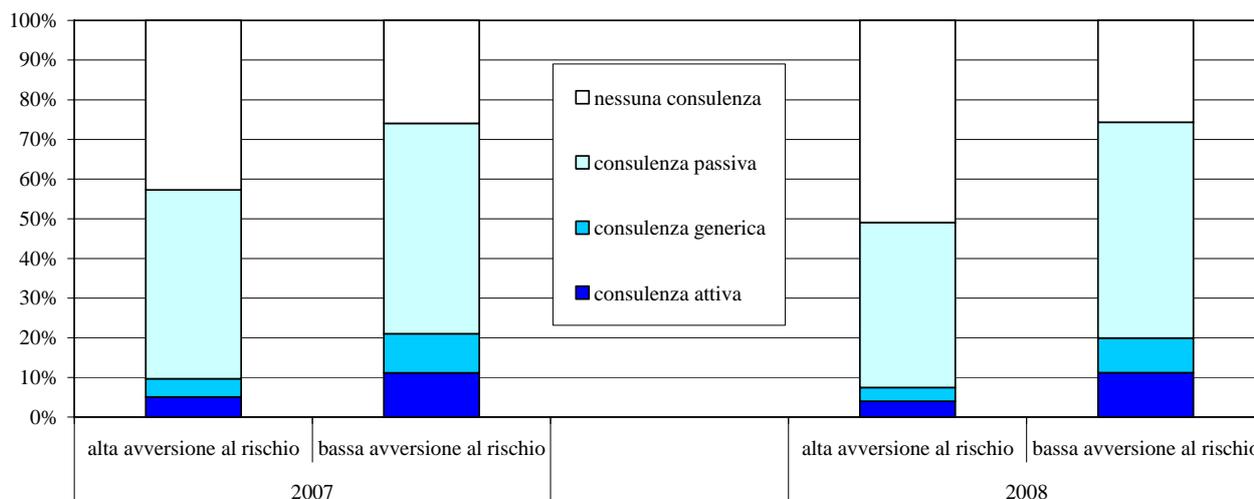
**Tav. 2 – Misurazione dell’avversione al rischio, della soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza e della percezione di conflitti di interessi sulla base del questionario GfK Eurisko**

<p>Avversione al rischio dell’investitore</p>	<p>Si assume che una famiglia abbia un’avversione al rischio elevata quando alla domanda <i>“Ci sono persone che sarebbero disposte ad investire i propri risparmi in prodotti finanziari, ma solo a certe condizioni. Quali motivi potrebbero convincerla a fare investimenti?”</i> nella risposta si indicano esclusivamente le opzioni <i>“Avere la garanzia della restituzione del capitale investito”</i> oppure <i>“Avere un rendimento minimo garantito”</i>.</p>
<p>Soddisfazione dell’investitore rispetto ai servizi di consulenza ricevuti</p>	<p>Si assume che una famiglia abbia un elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda <i>“Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?”</i> la risposta è <i>“Molto”</i>.</p>
<p>Percezione di conflitti di interessi in capo al consulente finanziario</p>	<p>Si assume che una famiglia ritenga che il consulente sia in conflitto di interessi quando alla domanda <i>“Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporle prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?”</i> la risposta è <i>“Soprattutto gli interessi della banca/istituzione a cui appartiene rispetto agli interessi di lei cliente”</i>.</p>

I dati 2008 del sondaggio GfK Eurisko mostrano che solo il 7,5% delle famiglie classificate come “ad alta avversione al rischio” ricevono servizi di consulenza attiva o generica, contro il 20% circa delle altre famiglie (Fig.6). Questa evidenze indicano che è verosimile assumere che siano le famiglie con una minore avversione al rischio, e quindi strutturalmente più propense ad investire in strumenti finanziari, a domandare servizi di consulenza o ad essere oggetto di una pressione commerciale più attiva da parte degli intermediari.

In proposito si rileva che i dati dell’indagine GfK Eurisko non consentono di distinguere i casi in cui i servizi di consulenza sono domandati dalla famiglia rispetto quelli in cui il servizio è offerto su iniziativa dell’intermediario. Tale informazione potrebbe consentire di stabilire con precisione se sono le famiglie in qualche maniera strutturalmente più propense ad investire in prodotti rischiosi (cioè quelle meno avverse al rischio) a “domandare” servizi di consulenza, oppure se, al contrario, i servizi di consulenza offerti in maniera “pro-attiva” dagli intermediari riescono ad incidere sulle preferenze per il rischio degli investitori (ad esempio, attraverso un’illustrazione di come i vantaggi della diversificazione possono rendere potenzialmente conveniente l’investimento in strumenti e prodotti rischiosi diversi dai depositi e titoli di Stato).

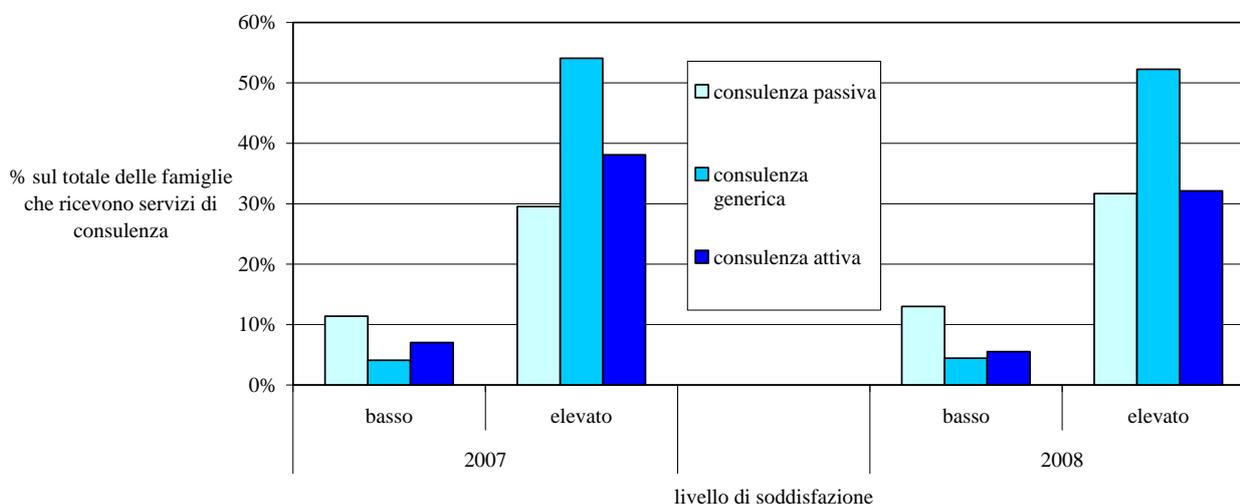
**Fig. 6 – Distribuzione degli investitori *retail* in funzione del livello di avversione al rischio e dei servizi di consulenza ricevuti**



Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane.

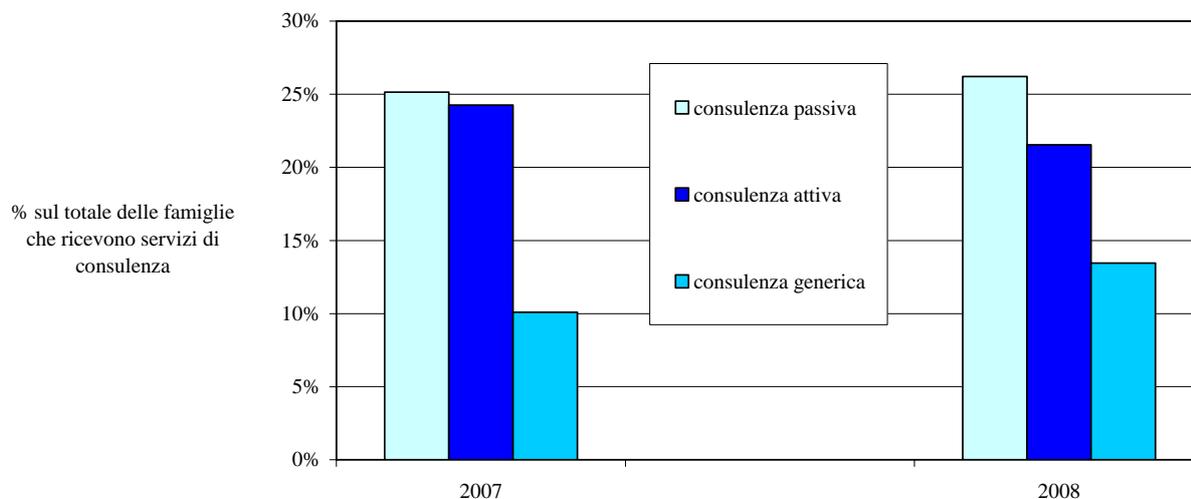
Un altro fattore che incide sulla diffusione dei servizi di consulenza è legato alla percezione di conflitti di interessi e al giudizio complessivo sul livello qualitativo dei servizi offerti dagli intermediari. Il questionario GfK Eurisko contiene due domande che consentono di rilevare direttamente il giudizio delle famiglie su questi due aspetti (livello soddisfazione e percezione di conflitti di interessi) (Tav. 2). L'analisi dei dati 2008 indica che la quota di famiglie molto soddisfatte dei servizi ricevuti supera il 50% solo fra quelle che ricevono servizi di consulenza generica, mentre scende a poco più del 30% fra le famiglie che ricevono servizi di consulenza attiva (Fig. 7). Più del 20% delle famiglie che ricevono servizi di consulenza attiva ritengono che il consulente sia in conflitto di interessi (cioè che segua prevalentemente gli interessi della banca o istituzione alla quale appartiene piuttosto che quelli del cliente), percentuale che sale ad oltre il 25% per coloro che sono in una situazione di consulenza passiva (Fig. 8).

**Fig. 7 – Soddisfazione degli investitori *retail* rispetto ai servizi di consulenza finanziaria ricevuti**



Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane.

**Fig. 8 – Investitori *retail* che ritengono che il proprio consulente finanziario sia in conflitto di interessi**



Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane.

La percezione di conflitti di interessi o di un basso livello qualitativo dei servizi ricevuti è dunque un problema importante che riguarda una quota elevata di investitori che si avvalgono di servizi di consulenza e probabilmente il fatto che questi due fattori siano maggiormente sentiti fra le famiglie che sono in una situazione di consulenza passiva può indicare il fatto che proprio la bassa qualità e/o i conflitti di interessi abbiano indotto le famiglie a “disattivare” eventuali precedenti rapporti con il consulente di riferimento (passando quindi da una situazione di consulenza attiva o generica ad una di consulenza passiva).

Questi dati indicano, in sostanza, che risulta complessivamente significativa la quota di investitori che continua a ricevere servizi di consulenza attiva o generica pur non avendo un elevato livello di “fiducia” nel proprio consulente, per effetto della percezione di conflitti di interessi o di un inadeguato livello qualitativo dei servizi.

In conclusione, le statistiche descrittive indicano che i servizi di consulenza sono maggiormente diffusi fra le famiglie con una ricchezza finanziaria più elevata, con un più alto livello di istruzione e con una minore avversione al rischio. Fra le famiglie che ricevono servizi di consulenza è significativa la quota di quelle che reputano non elevata la qualità dei servizi o che ritengono i consulenti in conflitto di interessi.

L'applicazione di un modello econometrico<sup>31</sup> consente di stimare in maniera più precisa l'impatto delle variabili socio-economiche (ricchezza, reddito, istruzione, avversione al rischio, area di residenza, condizione lavorativa, etc.) sulla probabilità di ricevere servizi di consulenza. Le stime (riportate in dettaglio nella Tav.1A in Appendice) confermano i risultati ottenuti nelle analisi di tipo descrittivo per quanto riguarda la ricchezza e l'avversione al rischio: in particolare, a parità di altri fattori, le famiglie più ricche hanno una probabilità di ricevere servizi di consulenza attiva di circa 20 punti percentuali più elevata rispetto alle altre famiglie e quelle con una elevata avversione al rischio hanno una probabilità di ricevere servizi di consulenza attiva di circa 10 punti percentuali più bassa rispetto alle altre famiglie. Invece, controllando per gli altri fattori socio-economici, il livello

<sup>31</sup> Si tratta in particolare di un modello *logit* multivariato. In questo modello la variabile dipendente è data da un numero che può assumere, ad esempio, valore 1,2,3, o 4 a seconda che la famiglia, rispettivamente, non riceva servizi di consulenza, abbia una consulenza passiva, una consulenza generica oppure una consulenza attiva.

di istruzione non sembra incidere significativamente sulla probabilità di ricevere servizi di consulenza<sup>32</sup>.

Il modello econometrico consente anche di stimare approssimativamente l'impatto della crisi finanziaria sulla probabilità di ricevere servizi di consulenza utilizzando il valore della *dummy* associata all'anno 2008. Le stime indicano che, a parità di condizioni socio-economiche delle famiglie, nel 2008 si è ridotta di circa 4 punti percentuali rispetto al 2007 la probabilità di ricevere servizi di consulenza attiva oppure generica.

Per ciò che riguarda la soddisfazione e i conflitti di interessi, le stime sul solo campione di famiglie che hanno un consulente finanziario (riportate in dettaglio nella Tav.2A in Appendice), indicano che le famiglie che dichiarano di avere un basso livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti hanno una probabilità più bassa di circa 10 punti percentuali di ricevere servizi di consulenza attiva o generica, mentre aumenta di circa 20 punti percentuali la probabilità di essere in una situazione di consulenza passiva. Per le famiglie che dichiarano di ritenere che il consulente tuteli prevalentemente gli interessi dell'istituzione di appartenenza la probabilità di essere in una situazione di consulenza passiva aumenta di circa 14 punti percentuali, mentre si riduce di circa 11 punti percentuali la probabilità di ricevere servizi di consulenza generica e di circa 3 punti percentuali la probabilità di ricevere servizi di consulenza attiva.

Complessivamente, questi risultati mostrano come la percezione di conflitti di interessi e di una scarsa qualità del servizio aumenta notevolmente la probabilità che la famiglia interrompa i rapporti con il consulente e passi da un rapporto di consulenza attiva o generica ad una situazione di consulenza passiva.

## **6. L'impatto della consulenza sulle scelte di portafoglio degli investitori *retail***

La precedente analisi indica che la ricchezza e la propensione al rischio sono probabilmente tra le principali determinanti della domanda di servizi di consulenza finanziaria da parte degli investitori, mentre la percezione di conflitti di interessi e/o di una scarsa qualità del servizio determinano un "allontanamento" dell'investitore dal consulente.

Il passo successivo dell'analisi è quello di capire quale è il valore aggiunto dei servizi di consulenza per quelle famiglie che hanno effettivamente domandato o ricevuto tali servizi e in che misura i servizi di consulenza incidono sulle scelte di portafoglio di tali famiglie.

Il primo aspetto analizzato è quello di valutare l'impatto dei servizi di consulenza sulla probabilità di partecipazione al mercato finanziario, ossia sulla probabilità che una famiglia detenga almeno uno strumento o prodotto finanziario rischioso (azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, assicurazioni e fondi pensione) diverso dai depositi o dai titoli di Stato.

I dati derivanti dal sondaggio GfK Eurisko mostrano che a fine 2008 il tasso di partecipazione al mercato finanziario fra le famiglie che ricevono servizi di consulenza attiva o generica è pari a circa

---

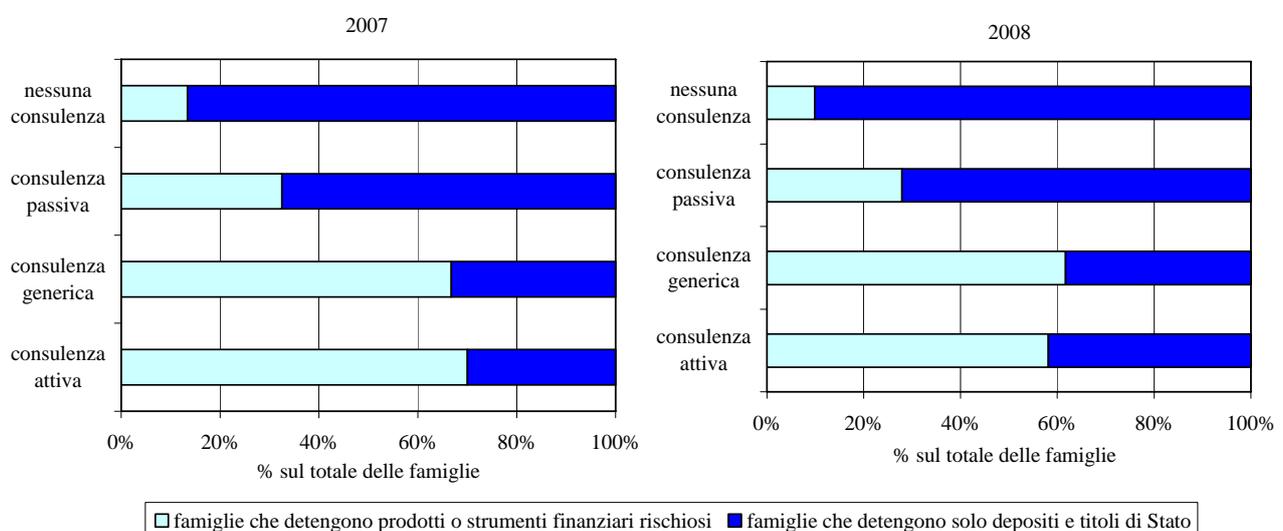
<sup>32</sup> L'analisi di tipo econometrico conferma evidenze emerse anche con riferimento ad altri paesi per cui la probabilità di ricevere servizi di consulenza si riduce significativamente quando il decisore finanziario della famiglia è un uomo; diversi studi hanno infatti messo in evidenza come gli uomini sarebbero caratterizzati da un eccesso di fiducia nelle proprie conoscenze dei mercati finanziari (*over-confidence*) (Odean 1999 e Barber e Odean, 2001) e dunque sarebbero meno inclini ad utilizzare servizi di consulenza. Anche la residenza in una Regione del Sud, a parità di altri fattori, riduce significativamente la probabilità di ricevere servizi di consulenza. Questo risultato è correlato con l'evidenza per cui le famiglie residenti al Sud hanno un più basso tasso di partecipazione al mercato finanziario (cfr. Gentile *et al.* cit.) e dunque hanno minori necessità di ricorrere a servizi di consulenza.

il 60% (cioè 6 famiglie su 10 detengono almeno un prodotto o strumento finanziario rischioso), contro un tasso di circa il 28% fra le famiglie in una situazione di consulenza passiva e del 10% circa fra le famiglie che non ricevono servizi di consulenza (Fig. 9).

Il fatto che una quota molto elevata delle famiglie che non domanda o riceve alcun servizio di consulenza detenga solo depositi e titoli di Stato indica che si tratta probabilmente di un gruppo composto in larga misura da soggetti caratterizzati da un'elevata avversione al rischio e ciò determina una preferenza per una composizione di portafoglio (liquidità e titoli sostanzialmente *risk free*) che non crea i presupposti per domandare servizi di consulenza (poiché il beneficio di tali servizi sarebbe probabilmente nullo). Il 10% circa di questo gruppo di famiglie accede invece al mercato finanziario senza avvalersi di servizi di consulenza; nella stessa condizione si trova sostanzialmente quel 28% circa di famiglie che accede al mercato finanziario in una situazione di consulenza passiva.

Complessivamente, i dati dell'indagine indicano che, considerando le famiglie che partecipano al mercato finanziario (circa il 20% del totale; cfr. precedente Fig. 2), solo il 38% circa ha il supporto di servizi di consulenza attiva o generica da parte di intermediari finanziari (il 52% circa è in una situazione di consulenza passiva, mentre il 10% dichiara di non avere un referente per gli investimenti). Una quota molto elevata di famiglie gestisce dunque l'esposizione al mercato finanziario senza alcun supporto di natura consulenziale da parte degli intermediari.

**Fig. 9 – Percentuale di investitori *retail* che partecipano al mercato finanziario in funzione dei servizi di consulenza ricevuti**



Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane.

L'applicazione di un modello di tipo econometrico consente di stimare in maniera più precisa l'impatto della consulenza sulla probabilità di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi a parità di altri fattori<sup>33</sup>.

<sup>33</sup> A tal fine è stato utilizzato un modello *probit* univariato in cui la variabile dipendente è rappresentata dalla probabilità di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi (cioè la probabilità di partecipare al mercato finanziario), mentre le variabili esplicative sono costituite dalle tipologie di servizi di consulenza ricevuti e dalle caratteristiche socio-economiche delle famiglie. Poiché, come illustrato nel precedente paragrafo, la variabile che cattura la tipologia di servizi di consulenza dipende essa stessa dalle caratteristiche socio-economiche delle famiglie (si ha cioè un problema di cosiddetta endogeneità), in linea di principio sarebbe necessario utilizzare un modello con due equazioni (bivariato),

Le stime riportate nella tabella in Appendice A (Tav. 3A) mostrano che, a parità di condizioni socio-economiche, le famiglie che ricevono un servizio di consulenza attiva oppure generica hanno una probabilità più alta di circa 22 punti percentuali di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi; inoltre, se la famiglia, oltre a ricevere servizi di consulenza attiva o generica, ha una percezione di un'elevata qualità dei servizi ricevuti e non avverte la presenza di situazioni di conflitto di interessi, la probabilità di detenere strumenti o prodotti finanziari rischiosi aumenta di altri 4 punti percentuali (cioè complessivamente di 26 punti percentuali)<sup>34</sup>.

L'analisi econometrica è stata ripetuta distinguendo in maniera più dettagliata le tipologie di strumenti e prodotti finanziari detenuti dagli investitori. Le stime riportate nella Tav. 4A in Appendice mostrano che le famiglie che ricevono servizi di consulenza attiva o generica hanno una probabilità più bassa di 27 punti percentuali di detenere esclusivamente strumenti finanziari non rischiosi (depositi, prodotti postali e titoli di Stato); la probabilità di avere in portafoglio (oltre a depositi e/o titoli di Stato) solo azioni o obbligazioni (risparmio amministrato) aumenta, invece, di un punto percentuale, mentre la probabilità di avere almeno un prodotto del risparmio gestito tradizionale (fondi comuni o gestioni patrimoniali) o di natura assicurativa (polizze a contenuto finanziario e fondi pensione) aumenta di 26 punti percentuali circa.

L'analisi econometrica è stata ripetuta distinguendo ulteriormente fra i prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi e gestioni patrimoniali) e le polizze assicurative a contenuto finanziario e i fondi pensione. I risultati riportati nella Tav. 5A in Appendice mostrano che le famiglie che ricevono servizi di consulenza attiva o generica hanno una probabilità più elevata di circa 14 punti percentuali di avere prodotti assicurativi a contenuto finanziario e fondi pensione e una probabilità più elevata di circa 9 punti percentuali di detenere fondi comuni di investimento oppure gestioni patrimoniali.

Questi risultati chiariscono dunque che la maggiore probabilità di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi per le famiglie che ricevono servizi di consulenza dipende fondamentalmente da una maggiore probabilità di detenere polizze a contenuto finanziario e prodotti del risparmio gestito tradizionali e solo marginalmente dalla maggiore probabilità di detenere direttamente azioni o obbligazioni.

Una volta che la famiglia – autonomamente o indotta dal consulente – decide di partecipare al mercato finanziario, ossia di sottoscrivere uno o più prodotti o strumenti rischiosi, il ruolo del consulente può essere determinante nell'orientare le scelte concrete in tema di diversificazione del portafoglio e quindi relativamente alla quota della ricchezza da investire nelle diverse tipologie di attività finanziarie.

Sebbene la struttura del sondaggio GfK Eurisko non consenta di misurare con precisione il grado di diversificazione dei portafogli delle famiglie a livello di singolo strumento finanziario, i dati consentono di stimare che le famiglie che ricevono servizi di consulenza attiva o generica hanno un portafoglio molto più diversificato in termini di tipologie di strumenti e attività finanziarie. In particolare, per queste famiglie è possibile stimare che la media semplice della ricchezza investita in

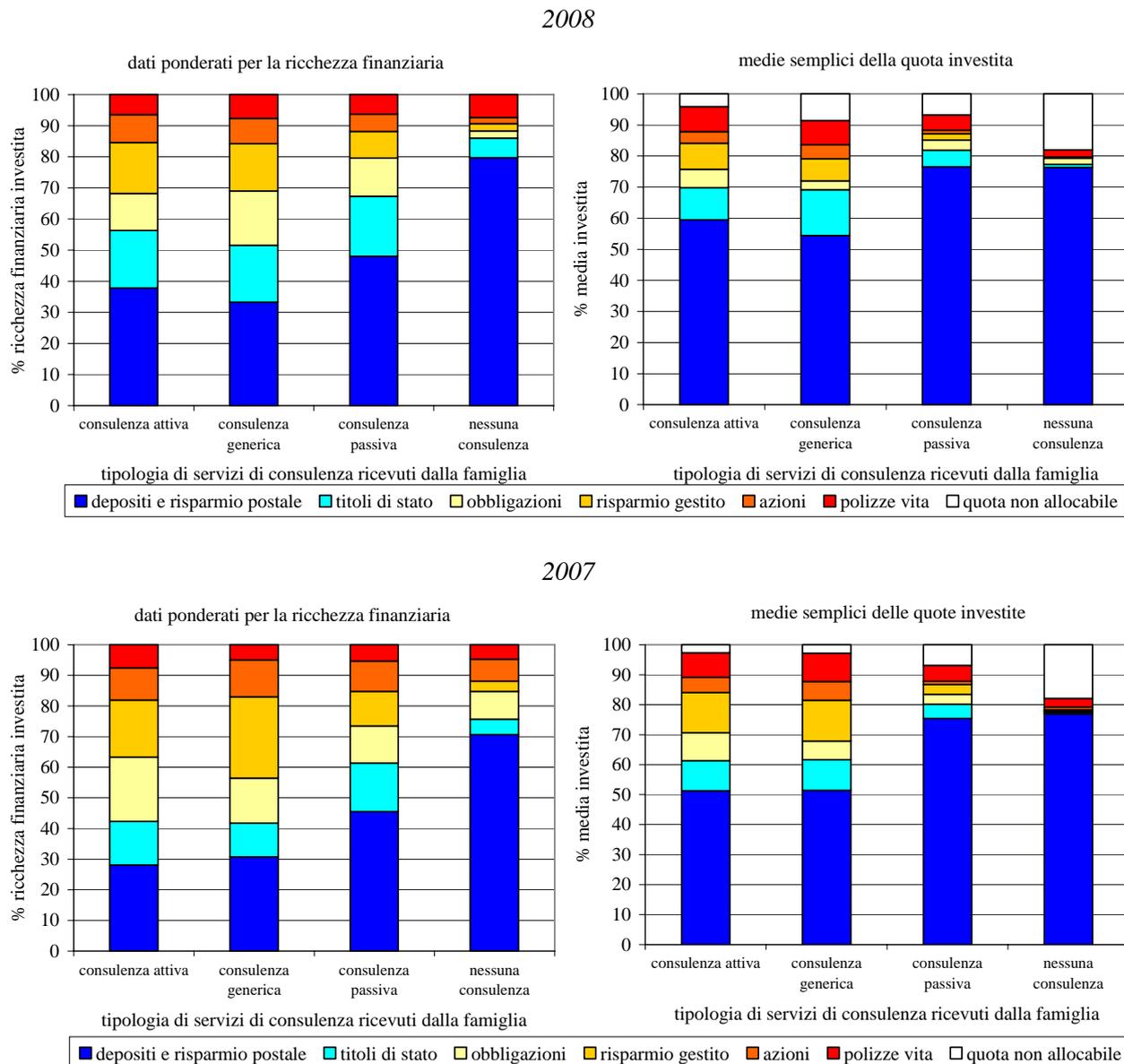
---

come argomentato più diffusamente nell'Appendice B; tuttavia le stime del modello bivariato, con riferimento agli effetti della consulenza sulla probabilità di partecipare al mercato finanziario, coincidono con quelle del modello univariato, che saranno commentate di seguito, per i motivi illustrati più in dettaglio nell'Appendice B.

<sup>34</sup> L'impatto delle variabili socio-economiche sulla probabilità di partecipare al mercato finanziario è linea con risultati di studi analoghi condotti sulle famiglie italiane. In particolare, le famiglie con una ricchezza finanziaria elevata hanno una probabilità più alta di 50 punti percentuali di possedere uno strumento o prodotto finanziario rischioso; le famiglie residenti al Sud hanno, invece, una probabilità più bassa di circa 9 punti percentuali di partecipare al mercato finanziario (risultati analoghi sono riportati in Gentile, Linciano e Siciliano 2006).

depositi a fine 2008 non supera il 60% (50% nel 2007), mentre la media semplice della quota investita in strumenti e prodotti finanziari diversi dai titoli di Stato supera il 20% (40% nel 2007) (lato destro della Fig.10)<sup>35</sup>. Le famiglie che non ricevono servizi di consulenza, invece, investono in depositi in media oltre il 75% della ricchezza totale e la diversificazione su altri strumenti e prodotti è praticamente nulla.

**Fig. 10 – Composizione del portafoglio degli investitori *retail* in funzione del servizio di consulenza ricevuto**



Fonte: stime su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane. La voce depositi include i certificati di deposito. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

<sup>35</sup> Per le ipotesi alla base delle stime e per le modalità di calcolo della media semplice si vedano le note 2 e 3. Poiché la somma delle medie semplici delle quote investite nelle varie attività finanziarie non è necessariamente pari al 100%, la parte residua è stata identificata come "quota non allocabile" nella parte destra della fig. 10.

Considerando i dati ponderati per la ricchezza di ogni singola famiglia<sup>36</sup>, la tendenza ad una maggiore diversificazione di portafoglio emerge con più chiarezza (lato sinistro della Fig. 10), a causa del fatto che le famiglie più ricche tendono a investire una quota più bassa in depositi e a diversificare meglio la quota rimanente della ricchezza su una gamma più ampia di prodotti e strumenti finanziari. Queste evidenze segnalano quindi che il livello di diversificazione del portafoglio dipende non solo dall'effetto dei servizi di consulenza ma anche dal livello della ricchezza, variabile che può catturare una maggiore propensione al rischio delle famiglie.

Per stimare in maniera più precisa l'effetto della consulenza sulla diversificazione del portafoglio – cioè l'effetto marginale a parità di altri fattori che possono avere un'incidenza sulla diversificazione, quali appunto la ricchezza finanziaria e l'avversione al rischio – è stato utilizzato un modello econometrico<sup>37</sup>.

Le stime riportate nella Tav. 6A in Appendice mostrano che, a parità di altri fattori, le famiglie che ricevono servizi di consulenza attiva o generica investono circa il 9 per cento in più della propria ricchezza finanziaria in prodotti del risparmio gestito di natura tradizionale o assicurativa e il 4 per cento in più in azioni e obbligazioni. Quando la famiglia ha la percezione di un'elevata qualità dei servizi e dell'assenza di conflitti di interessi la quota investita in prodotti del risparmio gestito aumenta ulteriormente di circa 0,6 punti percentuali.

L'impatto dei servizi di consulenza sulla diversificazione di portafoglio è stato analizzato più in dettaglio distinguendo ulteriormente fra le diverse tipologie di attività finanziarie. I risultati riportati nella Tav.7A in Appendice mostrano che, a parità di altri fattori, le famiglie che ricevono una consulenza attiva o generica investono circa il 2 per cento in più della loro ricchezza finanziaria in azioni, circa il 2 per cento in più obbligazioni, il 5,6 per cento in più in fondi o gestioni patrimoniali e il 3,3 per cento in più in polizze a contenuto finanziario o fondi pensione. Inoltre, quando la famiglia ha la percezione di un'elevata qualità dei servizi e dell'assenza di conflitti di interessi la quota investita in depositi e prodotti postali si riduce di circa il 5 per cento.

Infine, le famiglie per le quali la fiducia nel consulente costituisce uno dei prerequisiti fondamentali per effettuare investimenti in prodotti e strumenti finanziari impiegano circa il 18 per cento in più della loro ricchezza finanziaria in depositi o prodotti postali. Questo risultato può essere interpretato come evidenza del fatto che la creazione di un più saldo rapporto di fiducia con il consulente di riferimento può costituire un incentivo ad investire in *asset* rischiosi proprio per quelle famiglie più avverse al rischio e che detengono in prevalenza depositi o prodotti postali.

## 7. Conclusioni

La crisi finanziaria ha avuto un impatto molto rilevante sulle scelte di allocazione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane e ha riportato all'attenzione delle Autorità di vigilanza l'importanza che possono svolgere i servizi di consulenza in materia di servizi di investimento nell'orientare i comportamenti degli investitori non professionali, soprattutto nelle fasi di maggiore incertezza che caratterizzano l'andamento dei mercati.

---

<sup>36</sup> Per le modalità di calcolo delle quote ponderate per la ricchezza si veda la nota 2.

<sup>37</sup> In questo caso si tratta di un sistema di equazioni (modello lineare multivariato) che hanno come variabile dipendenti le quote della ricchezza finanziaria investita nelle diverse tipologie di attività finanziarie e come variabili esplicative la consulenza e le altre variabili socio-economiche che possono spiegare la diversificazione (ricchezza, reddito, avversione al rischio, etc.). In questo caso il metodo di stima SURE coincide con la stima OLS univariata applicata a ciascuna equazione lineare, poiché tutte le equazioni lineari del modello hanno le stesse variabili esplicative. L'analisi degli autovalori della matrice delle variabili esplicative non ha posto in luce la presenza di problemi di multicollinearità.

I servizi di consulenza possono contribuire a correggere alcuni errori tipici che commette l'investitore *retail* (eccessiva concentrazione della ricchezza sui depositi, scarsa diversificazione del portafoglio per rischio di mercato e di emittente, *trading* eccessivo) generando un impatto positivo sull'integrità, sullo sviluppo e l'efficienza del mercato dei capitali. I dati derivanti da sondaggi presso un campione rappresentativo di famiglie italiane mostrano, tuttavia, che i servizi di consulenza – così come definiti e disciplinati dalla MiFID - sono relativamente poco diffusi fra le famiglie italiane: nonostante quasi 2/3 delle famiglie dichiarino di avere un consulente finanziario, è possibile stimare che solo il 10% circa delle famiglie riceve servizi di consulenza così come propriamente definiti dalla disciplina sui servizi di investimento; è possibile stimare, inoltre, che un altro 10% di famiglie riceve servizi di consulenza “generica” (cioè che non hanno ad oggetto raccomandazioni relative a specifici prodotti o strumenti finanziari). Gran parte delle famiglie, dunque, pur avendo un consulente finanziario di riferimento, non ha di fatto alcun rapporto significativo con tale soggetto (situazione che viene definita come “consulenza passiva”). Inoltre, oltre il 60% delle famiglie che ha un'esposizione al mercato finanziario – nel senso che possiede prodotti o strumenti finanziari rischiosi, quali azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, polizze a contenuto finanziario e fondi pensione – non riceve servizi di consulenza. La maggioranza delle famiglie gestisce dunque l'esposizione al mercato finanziario senza alcun supporto di natura consulenziale da parte degli intermediari.

Risulta dunque di particolare interesse dal punto di vista di *policy* analizzare i fattori che spiegano la domanda di servizi di consulenza e l'impatto dell'offerta di tali servizi sulle scelte di portafoglio.

Il lavoro mostra che la diffusione dei servizi di consulenza dipende non solo da alcune componenti che caratterizzano il profilo socio-economico delle famiglie, ma anche dalla percezione della presenza e dell'intensità di conflitti di interessi e dal giudizio sul livello qualitativo dei servizi.

La diffusione dei servizi di consulenza è correlata con la ricchezza finanziaria e l'avversione al rischio, mentre non sembra correlata con il reddito e il livello di istruzione. In particolare, a parità di altre condizioni, le famiglie con una ricchezza finanziaria elevata (ultimo quartile della distribuzione) hanno una probabilità di ricevere servizi di consulenza di 20 punti percentuali più elevata rispetto alle altre famiglie, mentre la probabilità di ricevere servizi di consulenza si riduce di 10 punti percentuali per le famiglie più avverse al rischio. Le famiglie che ritengono che il consulente sia in conflitto di interessi oppure hanno la percezione di una qualità dei servizi non elevata hanno invece una forte probabilità di interrompere i legami con il consulente finanziario.

Il lavoro mostra che l'offerta di servizi di consulenza ha un impatto molto rilevante sulle scelte di portafoglio delle famiglie. A parità di altri fattori, le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno una probabilità di oltre 20 punti percentuali più elevata di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi, probabilità che sale ulteriormente quando vi è la percezione di un forte legame fiduciario (assenza di conflitti di interessi) e di una elevata qualità del servizio di consulenza. Questo effetto è dovuto quasi interamente ad una maggiore probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito e polizze a contenuto finanziario. Il lavoro mostra, infine, che le famiglie che ricevono servizi di consulenza investono circa il 9% in più della loro ricchezza finanziaria in prodotti del risparmio gestito e in polizze a contenuto finanziario e circa il 4% in più in azioni e obbligazioni.

Complessivamente, queste evidenze indicano che le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno un portafoglio più diversificato e meno concentrato sui depositi e i titoli di Stato e che la consulenza favorisce la diffusione del risparmio gestito.

I risultati del lavoro implicano che una maggiore diffusione e un aumento della qualità dei servizi di consulenza porterebbero ad un innalzamento dei livelli di tutela degli investitori *retail*, minimizzando i costi per la collettività dell'azione di vigilanza. Inoltre, il lavoro mostra che i servizi di consulenza possono avere un ruolo molto importante nel favorire l'accesso degli investitori *retail* al mercato dei capitali privato, promuovendone così lo sviluppo. Infine, nei periodi di forti turbolenze, servizi di consulenza opportunamente modulati in funzione delle caratteristiche dei clienti, e fondati su legami di fiducia consolidati nel tempo, possono mitigare la tendenza a comportamenti irrazionali, o dettati dal panico, che portano gli investitori ad adottare strategie che esasperano le crisi di liquidità e le pressioni ribassiste.

## **Bibliografia**

- Alemanni B. e Franzosi A. (2006), *Portfolio and psychology of high frequency online traders. Second report on the Italian market*, Borsa Italiana, Bit Notes n°16.
- Barber B.E. e Odean T. (2000), *Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors*, Journal of Finance, vol. 55, pagg. 773-806.
- Barber B.E. e Odean T. (2002), *Online investors: do the slow die first?*, The Review of Financial Studies, vol. 5 (2), pagg. 455-487.
- Benartzi S. e Thaler R.H. (2001), *Naive diversification strategies in retirement saving plans*, American Economic Review, vol. 91, n° 1, pagg. 79-98.
- Bluethgen R., Gintschel A. e Muller A. (2008), *Financial Advice and individual investors' portfolios*, mimeo.
- Bolton P., Freixas X. e Shapiro J.M. (2007), *Conflicts of Interest, Information Provision, and Competition in the Financial Service Industry*, Journal of Finance, vol. 85, n° 2, pagg. 199-143.
- Campbell J.Y. (2006), *Household finance*, Journal of Finance, vol. 61, n° 4, pagg. 1553-1604.
- Canner N., Mankiw N.G. e Weill D.N. (1997), *An Asset Allocation Puzzle*, American Economic Review, vol. 87, n° 1, pagg. 181-191.
- Choi J.J., Lison D. e Metrick A. (2002), *How does the Internet affect trading? Evidence form investor behaviour in 401(k) plans*, Journal of Financial Economics, vol. 64, pagg. 397-421.
- Elton E.J. e Gruber M.J. (2000), *The rationality of asset allocation recommendations*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 35, n° 1, pagg. 27-41.
- Fisher R. e Gerhardt R. (2007), *Investment mistakes of individual investors and the impact of financial advice*, mimeo.
- Gentile M., Linciano N. e Siciliano G. (2006), *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, Quaderni di Finanza CONSOB.
- Goetzmann W.N. e Kumar A. (2008), *Equity portfolio diversification*, Review of Finance, Oxford University Press for European Finance Association, vol. 12(3), pagg. 433-463.
- Greene W. (1996), *Marginal effects in the bivariate probit model*, mimeo.
- Guiso L. e Jappelli T. (2002), *Household Portfolios in Italy*, in Guiso L., Haliassos M. e Jappelli T. (2002), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Guiso L., Sapienza P. e Zingales L. (2004), *The Role Social Capital in Financial Development*, American Economic Review, vol. 94 (3), pagg. 526-556.
- Guiso L., Sapienza P. e Zingales L. (2005), *Trusting the Stock Market*, CEPR Discussion Paper n° 5288.

- Hackethal A., Haliassos M. e Jappelli T. (2009), *Financial Advisors: a case of babysitters?*, mimeo.
- Haliassos M. e Bertaut C. (1995), *Why do so few hold stocks?*, *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 105 (432), pagg. 1110-1129.
- Kahneman D. e Tversky A. (1979), *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, in *Econometrica*, vol. 47, n° 2, pagg. 263-291.
- Kimball M.S. (1993), *Standard Risk Aversion*, *Econometrica*, Econometric Society, vol. 61 (3), pagg. 589-611.
- Kotlikoff L.J., Johnson S. e Samuelson W. (2001), *Can people compute? An experimental test of the life cycle consumption model*, in *Essay on saving, bequests, altruism and life-cycle planning* (Ed. L.J. Kotlikoff), MIT Press, Cambridge MA.
- Kramer (2009), *Investment advice and individual investor portfolio performance*, working paper.
- Krausz M. e Paroush J. (2002), *Financial Advising in the presence of conflicts of interest*, *Journal of Economics and Business*, vol. 54, n° 1, pagg. 55-71.
- Jansen C., Fisher R. e Hackethal A. (2008), *The influence of financial advice on the asset allocation of individual investors*, mimeo.
- List J.A. (2003), *Does Market experience eliminate market anomalies?* *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, pagg. 41-71.
- Mehra R. e Prescott E. (1985), *The Equity Premium: A Puzzle*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, pagg. 145-161.
- Odean T. (1999), *Do investor trade too much?* *American Economic Review* 89, pagg. 1279-1298.
- Ottaviani M. (2000), *The Economics of Advice*, mimeo, London Business School.
- Paiella M. (2001), *Limited Financial market Participation: a transaction cost-based explanation*, working paper IFS W01/06.
- Polkovnichenko V. (2005), *Household Portfolio Diversification: a Case for Rank Dependent Preferences*, *Review of Financial Studies*, vol. 18(4), pagg. 1467-1502.
- Roszkowski M.J., Davey G. e Grable J.E. (2005), *Insights from psychology and psychometrics on measuring risk tolerance*, *Journal of Financial Planning*, vol. 4, pagg. 66-77.
- Saito M. (1995), *Limited Market participation and Asset Pricing*, mimeo.
- Vissing-Jorgensen A. (2002), *Towards an explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: non financial income and participation cost structures*, mimeo.

APPENDICE A

**Tav. 1A – Impatto delle caratteristiche socio-economiche degli investitori *retail* sulla probabilità di ricevere servizi di consulenza (effetti marginali stimati con un modello multinomial logit)**

*stime su dati 2007*

	Nessuna consulenza	Consulenza passiva	Consulenza generica	Consulenza attiva
Ricchezza elevata	-0,251***	-0,051*	0,113***	0,188***
Uomo	0,087***	0,191***	-0,155***	-0,123***
Avversione al rischio	0,204***	-0,060**	-0,062***	-0,082***
Pensionato	-0,012	0,126***	-0,048***	-0,066***
Residenza al Sud	0,012	0,093***	-0,052***	-0,053***
Laureato	-0,049	0,060*	0,001	-0,011
Reddito elevato	-0,056**	0,002	0,035**	0,003
Lavoratore autonomo	-0,047*	0,062**	0,008	-0,024*
N. osservazioni 2.525				

*stime su dati 2008*

	Nessuna consulenza	Consulenza passiva	Consulenza generica	Consulenza attiva
Ricchezza elevata	-0,233***	-0,065**	0,125***	0,173***
Uomo	0,043***	0,233***	-0,158***	-0,118***
Avversione al rischio	0,217***	-0,065**	-0,061***	-0,092***
Pensionato	-0,015	0,110***	-0,033***	-0,062***
Residenza al Sud	0,093***	0,027	-0,057***	-0,063***
Laurea	-0,018	0,040	-0,007	-0,014
Reddito elevato	-0,092***	0,038	-0,002	0,056**
Lavoratore autonomo	-0,009	0,058**	-0,006	-0,043***
N. osservazioni 2.508				

*stime su dati pooled 2007 e 2008*

	Nessuna consulenza	Consulenza passiva	Consulenza generica	Consulenza attiva
2008	0,0002	0,090***	-0,045***	-0,044***
Ricchezza elevata	-0,246***	-0,072***	0,130***	0,189***
Uomo	0,065***	0,178***	-0,140***	-0,103***
Avversione al rischio	0,222***	-0,058***	-0,069***	-0,095***
Pensionato	-0,006	0,110***	-0,039***	-0,065***
Residenza al Sud	0,063***	0,057***	-0,060***	-0,060***
Laurea	-0,038*	0,044*	0,003	-0,009
Reddito elevato	-0,074***	0,024	0,023*	0,027*
Lavoratore autonomo	-0,026	0,050***	0,001	-0,033***
N. osservazioni 5.033				

La variabile dipendente è 0 quando la famiglia non ha un consulente di fiducia (“nessuna consulenza”), 1 quando la famiglia ha un consulente di fiducia, ma non ha ricevuto proposte di acquisto relative a strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi né è stata contattata negli ultimi tre mesi (“consulenza passiva”), 2 quando la famiglia è stata contattata dal consulente di fiducia negli ultimi tre mesi ma non ha ricevuto proposte di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi (“consulenza generica”), 3 quando la famiglia ha ricevuto proposte di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi (“consulenza attiva”). La variabile “ricchezza elevata” assume valore 1 quando la famiglia possiede una ricchezza finanziaria che appartiene al quarto quartile della distribuzione della ricchezza nel campione. La variabile “uomo” assume valore 1 quando il capofamiglia (inteso come maggiore percettore di reddito) a cui viene sottoposto il questionario è un uomo. La variabile “avversione al rischio” assume valore 1 quando la famiglia ha indicato come motivazioni per effettuare un investimento esclusivamente “avere la garanzia della restituzione del capitale investito” oppure “avere un rendimento minimo garantito”. La variabile “Residenza al Sud” assume valore 1 quando la famiglia risiede in una regione del Sud o nelle isole. La variabile “pensionato” assume valore 1 quando il capofamiglia è un pensionato. La variabile “laurea” assume valore 1 quando il capofamiglia ha conseguito il diploma di laurea. La variabile “Reddito elevato” assume valore 1 quando la famiglia appartiene al quarto quartile della distribuzione del reddito nel campione. La variabile “lavoratore autonomo” assume valore 1 quando il capofamiglia è un lavoratore autonomo. La variabile “2008” assume valore 1 in corrispondenza delle osservazioni rilevate a dicembre 2008. “\*\*\*” indica una significatività del parametro all’1%, “\*\*” una significatività al 5% e “\*” una significatività al 10%. Nella stima degli effetti marginali le altre variabili esplicative sono state poste uguali al loro valore mediano. Gli errori standard degli effetti marginali sono stati computati applicando uno stimatore robusto della matrice di varianze e covarianze dei coefficienti del modello *probit*.

**Tav. 2A - Probabilità di ricevere servizi di consulenza in funzione delle caratteristiche socio-economiche, del livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti e della percezione di conflitti di interessi (effetti marginali stimati con un modello *multinomial logit* per le sole famiglie che hanno un consulente di fiducia)**

*stime su dati pooled 2007 e 2008*

	Consulenza passiva	Consulenza generica	Consulenza attiva
2008	0,128***	-0,066***	-0,062***
Ricchezza elevata	-0,256***	0,098***	0,158***
Uomo	0,270***	-0,147***	-0,124***
Avversione al rischio	0,184***	-0,068***	-0,116***
Pensionato	0,150***	-0,057***	-0,094***
Residenza al Sud	0,164***	-0,091***	-0,073***
Laurea	0,026	0,003	0,028
Reddito elevato	-0,034	0,022	0,012
Lavoratore autonomo	0,036	0,013	-0,049***
<b>Bassa soddisfazione</b>	0,211***	-0,107***	-0,104***
<b>Percezione di conflitto di interessi</b>	0,142***	-0,111***	-0,031*
N. osservazioni 3.547			

La variabile dipendente è 0 quando la famiglia ha un consulente di fiducia ma non ha ricevuto proposte di acquisto relative a strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi né è stata contattata negli ultimi tre mesi (“*consulenza passiva*”), 1 quando la famiglia è stata contattata dal consulente di fiducia negli ultimi tre mesi ma non ha ricevuto proposte di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi (“*consulenza generica*”) e 1 quando la famiglia ha ricevuto proposte di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi (“*consulenza attiva*”). La variabile “*ricchezza elevata*” assume valore 1 quando la famiglia possiede una ricchezza finanziaria che appartiene al quarto quartile della distribuzione della ricchezza nel campione. La variabile “*uomo*” assume valore 1 quando il capofamiglia (inteso come maggiore percettore di reddito) a cui viene sottoposto il questionario è un uomo. La variabile “*avversione al rischio*” assume valore 1 quando la famiglia ha indicato come motivazioni per effettuare un investimento esclusivamente “*avere la garanzia della restituzione del capitale investito*” oppure “*avere un rendimento minimo garantito*”. La variabile “*Residenza al Sud*” assume valore 1 quando la famiglia risiede in una regione del Sud o nelle isole. La variabile “*pensionato*” assume valore 1 quando il capofamiglia è un pensionato. La variabile “*laurea*” assume valore 1 quando il capofamiglia ha conseguito il diploma di laurea. La variabile “*Reddito elevato*” assume valore 1 quando la famiglia appartiene al quarto quartile della distribuzione del reddito nel campione. La variabile “*lavoratore autonomo*” assume valore 1 quando il capofamiglia è un lavoratore autonomo. La variabile “2008” assume valore 1 in corrispondenza delle osservazioni rilevate a dicembre 2008. La variabile “*bassa soddisfazione*” assume valore 1 quando alla domanda “*Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?*” la famiglia risponde “*poco*” oppure “*nulla*”. La variabile “*percezione di conflitto di interessi*” assume valore uguale ad 1, quando alla domanda “*Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporle prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?*” la famiglia risponde “*Soprattutto gli interessi della banca/istituzione a cui appartiene rispetto agli interessi di lei cliente*”. “\*\*\*” indica una significatività del parametro all’1%, “\*\*” una significatività al 5% e “\*” una significatività al 10%. Nella stima degli effetti marginali le altre variabili esplicative sono state poste uguali al loro valore mediano. Gli errori standard degli effetti marginali sono stati computati applicando uno stimatore robusto della matrice di varianze e covarianze dei coefficienti del modello *probit*.

**Tav. 3A – Impatto dei servizi di consulenza sulla probabilità che un investitore *retail* detenga prodotti o strumenti finanziari rischiosi (effetti marginali stimati con un modello *probit*)**

*stime su dati pooled 2007 e 2008*

Consulenza attiva	0,220***					
Consulenza generica		0,219***				
Consulenza attiva o generica			0,256***			
Consulenza attiva o generica ed elevata soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti				0,267***		
Consulenza attiva o generica e assenza di percezione conflitti di interessi					0,252***	
Consulenza attiva o generica, elevata soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti e assenza di percezione di conflitti di interessi						0,264***
2008	-0,048***	-0,046***	-0,047***	-0,046***	-0,047***	-0,046***
Ricchezza elevata	0,506***	0,510***	0,478***	0,508***	0,488***	0,509***
Uomo	0,049***	0,055***	0,051***	0,055***	0,053***	0,054***
Avversione al rischio	-0,067***	-0,072***	-0,059***	-0,069***	-0,063***	-0,070***
Pensionato	-0,096***	-0,101***	-0,097***	-0,103***	-0,098***	-0,103***
Residenza al Sud	-0,073***	-0,071***	-0,067***	-0,073***	-0,069***	-0,073***
Laurea	0,060***	0,058***	0,050**	0,058***	0,050**	0,052***
Reddito elevato	0,110***	0,113***	0,098***	0,107***	0,102***	0,107***
Lavoratore autonomo	0,057***	0,049***	0,048***	0,052***	0,049***	0,052***
Fiducia nel consulente	0,027*	0,020	0,021	0,019	0,021	0,019

La variabile dipendente è 1 quando la famiglia detiene almeno uno strumento o prodotto finanziario rischioso (azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, polizze vita o fondi pensione). La variabile *consulenza attiva* assume valore 1 quando la famiglia ha un consulente di fiducia e ha ricevuto proposte di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi. La variabile *consulenza generica* assume valore 1 se la famiglia ha un consulente di fiducia ed è stata contattata dal suo consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi. La variabile *consulenza attiva o generica* assume valore 1 se la famiglia ha un consulente di fiducia e ha ricevuto una proposta di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi o è stata contattata dal suo consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi. La variabile *consulenza attiva o generica ed elevato livello di soddisfazione* assume valore 1 se la famiglia ha un consulente di fiducia e ha ricevuto una proposta di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi o è stata contattata dal suo consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi e alla domanda “*Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?*” risponde “*molto*”. La variabile *consulenza attiva o generica ed assenza di percezione di conflitto di interessi* assume valore 1 quando la famiglia che ha ricevuto un servizio di consulenza attiva o generica e alla domanda “*Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporre prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?*” risponde “*Soprattutto gli interessi di lei cliente*” oppure “*in modo uguale gli interessi di lei come cliente e della banca/istituzione a cui appartiene*”. La variabile *consulenza attiva o generica ed elevato livello di soddisfazione ed assenza di percezione di conflitto di interessi* assume valore 1 quando la famiglia che ha ricevuto un servizio di consulenza attiva oppure generica alla domanda “*Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?*” risponde “*molto*” e alla domanda “*Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporre prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?*” risponde “*Soprattutto gli interessi di lei cliente*” oppure “*in modo uguale gli interessi di lei come cliente e della banca/istituzione a cui appartiene*”. La variabile “*Fiducia nel consulente*” assume valore uguale ad 1 quando la famiglia dichiara che “*avere fiducia nel consulente/ referente*” è uno dei principali motivi che la spingono ad effettuare investimenti. Per la definizione delle altre variabili socio-economiche si veda la Tav. 2A. “\*\*\*” indica una significatività del parametro all’1%, “\*\*” una significatività al 5% e “\*” una significatività al 10%.

Nella stima degli effetti marginali le altre variabili esplicative sono state poste uguali al loro valore mediano. Gli errori *standard* degli effetti marginali sono stati computati applicando uno stimatore robusto della matrice di varianze e covarianze dei coefficienti del modello *probit*.

**Tav. 4A – Impatto dei servizi di consulenza sulle tipologie di attività finanziarie detenute dagli investitori *retail* (effetti marginali stimati con un modello *multinomial logit***

*stime su dati pooled 2007 e 2008*

	Ricchezza finanziaria investita esclusivamente in depositi, prodotti postali, titoli di Stato (1)	Ricchezza finanziaria diversa da depositi, prodotti postali e titoli di Stato investita in....	
		...solo in obbligazioni o azioni (risparmio amministrato) (2)	...almeno in un prodotto del risparmio gestito tradizionale (fondi o Gpm) o di natura assicurativa o previdenziale (polizze o fondi pensione) (3)
Consulenza attiva o generica	-0,269***	0,014***	0,255***
2008	0,049***	0,001	-0,050***
Ricchezza elevata	-0,483***	0,098***	0,385***
Uomo	-0,051***	0,001	0,050***
Avversione al rischio	0,057***	-0,009**	-0,048***
Pensionato	0,100***	0,007	-0,107***
Residenza al Sud	0,067***	-0,006**	-0,061***
Laurea	-0,057***	-0,002	0,059***
Reddito elevato	-0,102***	0,009*	0,094***
Lavoratore autonomo	-0,050***	0,002	0,047***
Fiducia nel consulente	-0,021	0,001	0,021
	Ricchezza finanziaria investita esclusivamente in depositi, prodotti postali, titoli di Stato (1)	Ricchezza finanziaria diversa da depositi, prodotti postali e titoli di Stato investita in....	
		...solo in obbligazioni o azioni (risparmio amministrato) (2)	...almeno in un prodotto del risparmio gestito tradizionale (fondi o Gpm) o di natura assicurativa o previdenziale (polizze o fondi pensione) (3)
Consulenza attiva o generica, elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti e assenza di percezione di conflitti di interessi	-0,283***	0,010	0,274***
2008	0,049***	0,002	-0,051***
Ricchezza elevata	-0,511***	0,099***	0,413***
Uomo	-0,056***	0,001	0,055***
Avversione al rischio	0,069***	-0,010***	-0,059***
Pensionato	0,107***	0,008*	-0,115***
Residenza al Sud	0,074***	-0,006**	-0,068***
Laurea	-0,064***	-0,002	0,067***
Reddito elevato	-0,111***	0,009*	0,102***
Lavoratore autonomo	-0,054***	0,002	0,051***
Fiducia nel consulente	0,021	0,001	0,020

La variabile *consulenza attiva o generica* assume valore uguale ad 1 se la famiglia ha un consulente di fiducia e ha ricevuto una proposta di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi o è stata contattata dal suo consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi. La variabile *consulenza attiva oppure generica ed elevato livello di soddisfazione ed assenza di percezione di conflitto di interessi* assume valore uguale ad 1 quando la famiglia che ha ricevuto un servizio di consulenza attiva o generica, alla domanda “*Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?*” risponde “molto”) e alla domanda “*Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporre prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?*” risponde “*Soprattutto gli interessi di lei cliente*” oppure “*in modo uguale gli interessi di lei come cliente e della banca/istituzione a cui appartiene*”. La variabile “*Fiducia nel consulente*” assume valore uguale ad 1 quando la famiglia dichiara che “*avere fiducia nel consulente/referente*” è uno dei principali motivi che la spingono ad effettuare investimenti. Per la definizione delle altre variabili socio-economiche si veda la Tav. 2A. “\*\*\*” indica una significatività del parametro all’1%, “\*\*” una significatività al 5% e “\*” una significatività al 10%. Nella stima degli effetti marginali le altre variabili esplicative sono state poste uguali al loro valore mediano. Gli errori *standard* degli effetti marginali sono stati computati applicando uno stimatore robusto della matrice di varianze e covarianze dei coefficienti del modello *probit*.

**Tav. 5A – Impatto dei servizi di consulenza sulle tipologie di attività finanziarie detenute dagli investitori *retail* (effetti marginali stimati con un modello *multinomial logit*)**

*stime su dati pooled 2007 e 2008*

	Ricchezza finanziaria investita esclusivamente in depositi, prodotti postali, titoli di Stato (1)	Ricchezza finanziaria diversa da depositi, prodotti postali e titoli di Stato investita in....		
		..solo in azioni o obbligazioni (risparmio amministrato) (2)	..solo in prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi o Gpm) (3)	..in almeno una polizza o un fondo pensione (4)
Consulenza attiva o generica	-0,254***	0,023***	0,090***	0,141***
2008	0,045***	-0,0004	-0,026**	-0,019***
Ricchezza elevata	-0,498***	0,099***	-0,013	0,412***
Uomo	-0,053***	0,001	0,044***	0,008
Avversione al rischio	0,050***	-0,010***	-0,017	-0,022***
Pensionato	0,106***	0,009*	-0,100***	-0,015***
Residenza al Sud	0,057***	-0,008***	-0,022*	-0,027***
Laurea	-0,060***	-0,003	0,059***	0,005
Reddito elevato	-0,106***	0,009*	0,076***	0,021***
Lavoratore autonomo	-0,052***	0,0004	0,055***	-0,003
Fiducia nel consulente	-0,022	0,0001	0,022*	0,0001
	Ricchezza finanziaria investita esclusivamente in depositi, prodotti postali, titoli di Stato (1)	Ricchezza finanziaria diversa da depositi, prodotti postali e titoli di Stato investita in....		
		..solo in azioni o obbligazioni (risparmio amministrato) (2)	..solo in prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi o Gpm) (3)	..in almeno una polizza o un fondo pensione (4)
Consulenza attiva o generica, elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti e assenza di percezione di conflitto di interessi	-0,268***	0,017*	0,127***	0,124***
2008	0,046***	0,0004	-0,025**	-0,022***
Ricchezza elevata	-0,542***	0,092***	-0,040***	0,490***
Uomo	-0,057***	0,001	0,045***	0,011*
Avversione al rischio	0,061***	-0,012***	-0,020	-0,030***
Pensionato	0,111***	0,011**	-0,104***	-0,018***
Residenza al Sud	0,064***	-0,009***	-0,021*	-0,035***
Laurea	-0,066***	-0,003	0,062***	0,007
Reddito elevato	-0,114***	0,010*	0,076***	0,028***
Lavoratore autonomo	0,055***	0,001	0,056***	-0,002
Fiducia nel consulente	-0,021	0,0001	0,023*	-0,001

La variabile *consulenza attiva o generica* assume valore uguale ad 1 se la famiglia ha un consulente di fiducia e ha ricevuto una proposta di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi o è stata contattata dal suo consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi. La variabile *consulenza attiva oppure generica ed elevato livello di soddisfazione ed assenza di percezione di conflitto di interessi* assume valore uguale ad 1 quando la famiglia che ha ricevuto un servizio di consulenza attiva o generica, alla domanda “*Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?*” risponde “molto”) e alla domanda “*Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporre prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?*” risponde “*Soprattutto gli interessi di lei cliente*” oppure “*in modo uguale gli interessi di lei come cliente e della banca/istituzione a cui appartiene*”. La variabile “*Fiducia nel consulente*” assume valore uguale ad 1 quando la famiglia dichiara che “*avere fiducia nel consulente/referente*” è uno dei principali motivi che la spingono ad effettuare investimenti. Per la definizione delle altre variabili socio-economiche si veda la Tav. 2A. “\*\*\*” indica una significatività del parametro all’1%, “\*\*” una significatività al 5% e “\*” una significatività al 10%. Nella stima degli effetti marginali le altre variabili esplicative sono state poste uguali al loro valore mediano. Gli errori *standard* degli effetti marginali sono stati computati applicando uno stimatore robusto della matrice di varianze e covarianze dei coefficienti del modello *probit*.

**Tav. 6A - Impatto dei servizi di consulenza sulla quota della ricchezza finanziaria investita nelle diverse tipologie di attività finanziarie detenute dagli investitori *retail* (modello OLS)**

*stime su dati pooled 2007 e 2008*

	Quota investita in depositi, titoli di Stato e buoni postali	Quota investita in azioni o obbligazioni	Quota investita in prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi o Gpm) o di natura assicurativa o previdenziale (polizze o fondi pensione)
Consulenza attiva o generica	0,227	3,933***	8,937***
2008	23,080***	0,089	-0,653
Ricchezza elevata	-10,771***	15,223***	9,846***
Uomo	41,657***	1,008***	4,390***
Avversione al rischio	19,942***	-0,893**	-0,206
Pensionato	24,356***	1,019**	-1,944***
Residenza al Sud	16,750***	-1,537***	-1,424***
Laurea	13,254***	0,931	2,321***
Reddito elevato	7,672***	1,212**	2,944***
Lavoratore autonomo	11,543***	0,165	2,718***
Fiducia nel consulente	18,413***	0,179	2,789***
	Quota investita in depositi, titoli di Stato e prodotti postali	Quota investita in azioni o obbligazioni	Quota investita in prodotti del risparmio gestito tradizionale (fondi o Gpm) o di natura assicurativa o previdenziale (polizze o fondi pensione)
Consulenza attiva o generica, elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti e assenza di percezione di conflitto di interessi	-3,426	3,608***	9,590***
2008	23,107***	0,216	-0,371
Ricchezza elevata	-10,232***	15,979***	11,373***
Uomo	41,696***	1,210***	4,838***
Avversione al rischio	19,885***	-0,990**	-0,407
Pensionato	24,429***	1,084**	-1,824***
Residenza al Sud	16,734***	-1,552***	-1,453***
Laurea	13,424***	1,053*	2,536***
Reddito elevato	7,884***	1,361**	3,206***
Lavoratore autonomo	11,648***	0,258	2,891***
Fiducia nel consulente	18,534***	0,218	2,834***

La variabile *consulenza attiva o generica* assume valore uguale ad 1 se la famiglia ha un consulente di fiducia e ha ricevuto una proposta di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi o è stata contattata dal suo consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi. La variabile *consulenza attiva oppure generica ed elevato livello di soddisfazione ed assenza di percezione di conflitto di interessi* assume valore uguale ad 1 quando la famiglia che ha ricevuto un servizio di consulenza attiva o generica, alla domanda “*Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?*” risponde “*molto*”) e alla domanda “*Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporre prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?*” risponde “*Soprattutto gli interessi di lei cliente*” oppure “*in modo uguale gli interessi di lei come cliente e della banca/istituzione a cui appartiene*”. La variabile “*Fiducia nel consulente*” assume valore uguale ad 1 quando la famiglia dichiara che “*avere fiducia nel consulente/referente*” è uno dei principali motivi che la spingono ad effettuare investimenti. Per la definizione delle altre variabili socio-economiche si veda la Tav. 2A. “\*\*\*” indica una significatività del parametro all’1%, “\*\*” una significatività al 5% e “\*” una significatività al 10%. Nella stima degli effetti marginali le altre variabili esplicative sono state poste uguali al loro valore mediano. Gli errori *standard* degli effetti marginali sono stati computati applicando uno stimatore robusto della matrice di varianze e covarianze dei coefficienti del modello *probit*.

**Tav. 7A - Impatto dei servizi di consulenza sulla quota della ricchezza finanziaria investita nelle diverse tipologie di attività finanziarie detenute dagli investitori *retail* (modello OLS)**

*stime su dati pooled 2007 e 2008*

	Quota investita in depositi e buoni postali	Quota investita in titoli di Stato	Quota investita in azioni	Quota investita in obbligazioni	Quota investita in fondi o Gpm	Quota investita in polizze o in fondi pensione
Consulenza attiva o generica	-1.806	2,033***	1,912***	2,022***	5,650***	3,287***
2008	20,875***	2,204***	-0,322*	0,411	-0,994***	0,340
Ricchezza elevata	-24,683***	13,911***	4,790***	10,433***	9,621***	0,226
Uomo	41,646***	0,010	0,658***	0,350	1,242***	3,148***
Avversione al rischio	20,096***	-0,154	-0,384*	-0,509	-0,201	-0,006
Pensionato	21,741***	2,615***	-0,054	1,074***	0,0122	-1,957***
Residenza al Sud	19,005***	-2,255***	-0,898***	-0,639**	-1,391***	-0,0336
Laurea	13,219***	0,035	1,517***	-0,585	0,374	1,948***
Reddito elevato	6,294***	1,378**	0,798**	0,414	1,176	1,768***
Lavoratore autonomo	10,900***	0,643	0,223	-0,062	-0,355	3,073***
Fiducia nel consulente	17,753***	0,660	-0,196	0,374	0,671*	2,117***
	Quota investita in depositi e buoni postali	Quota investita in titoli di Stato	Quota investita in azioni	Quota investita in obbligazioni	Quota investita in fondi o Gpm	Quota investita in polizze o in fondi pensione
Consulenza attiva o generica, elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti e assenza di percezione di conflitto di interessi	-5,435***	2,009*	1,817**	1,790**	5,667***	3,923***
2008	20,837***	2,700***	-0,261	0,477*	-0,813***	0,442
Ricchezza elevata	-24,514***	14,282***	5,148***	10,830***	10,640***	0,733
Uomo	41,582***	0,114	0,756***	0,454*	1,528***	3,320***
Avversione al rischio	20,087***	-0,202	-0,430*	-0,560	-0,333	-0,074
Pensionato	21,783***	2,646***	-0,024	1,108***	0,096	-1,920***
Residenza al Sud	18,995***	-2,262***	-0,905***	-0,647**	-1,411***	-0,042
Laurea	13,333***	0,091	1,573***	-0,520	0,527	2,008***
Reddito elevato	6,437***	1,447**	0,867**	0,494	1,364***	1,841***
Lavoratore autonomo	10,961***	0,687	0,271	-0,012	-0,235	3,125***
Fiducia nel consulente	17,858***	0,676	-0,178	0,397	0,713*	2,121***

La variabile *consulenza attiva o generica* assume valore uguale ad 1 se la famiglia ha un consulente di fiducia e ha ricevuto una proposta di acquisto di strumenti o prodotti finanziari negli ultimi 12 mesi o è stata contattata dal suo consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi. La variabile *consulenza attiva oppure generica ed elevato livello di soddisfazione ed assenza di percezione di conflitto di interessi* assume valore uguale ad 1 quando la famiglia che ha ricevuto un servizio di consulenza attiva o generica, alla domanda “*Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti?*” risponde “molto”) e alla domanda “*Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporle prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?*” risponde “*Soprattutto gli interessi di lei cliente*” oppure “*in modo uguale gli interessi di lei come cliente e della banca/istituzione a cui appartiene*”. La variabile “*Fiducia nel consulente*” assume valore uguale ad 1 quando la famiglia dichiara che “*avere fiducia nel consulente/referente*” è uno dei principali motivi che la spingono ad effettuare investimenti. Per la definizione delle altre variabili socio-economiche si veda la Tav. 2A. “\*\*\*” indica una significatività del parametro all’1%, “\*\*” una significatività al 5% e “\*” una significatività al 10%. Nella stima degli effetti marginali le altre variabili esplicative sono state poste uguali al loro valore mediano. Gli errori *standard* degli effetti marginali sono stati computati applicando uno stimatore robusto della matrice di varianze e covarianze dei coefficienti del modello *probit*.



### Il modello *probit* bivariato e l'endogeneità della variabile consulenza

Nel §6 si assume che la probabilità di partecipare al mercato finanziario sia una funzione della tipologia di servizi di consulenza ricevuti e di un vettore di variabili socio-economiche che caratterizzano la famiglia. Viene quindi stimato il seguente modello econometrico *probit* univariato:

$$\text{Prob}(y_1 = 1) = \Phi(\beta_1'x + \gamma_2) \quad (1)$$

dove  $y_1$  è una variabile dicotomica che assume valore 1 se la famiglia partecipa al mercato finanziario e 0 in caso contrario;  $x$  è il vettore delle variabili esplicative socio-economiche (reddito, ricchezza, etc.);  $y_2$  è una variabile dicotomica che assume valore 1 quando la famiglia riceve servizi di consulenza e 0 in caso contrario;  $\Phi$  è la funzione di ripartizione della distribuzione di probabilità normale standardizzata. Il modello *probit* presuppone l'esistenza di una variabile latente  $y_1^*$  tale che :

$$y_1 = 1 \text{ se } (y_1^* = \beta_1'x + \gamma_2 + \varepsilon_1) > 0,$$

in cui  $\varepsilon_1$  è una variabile aleatoria normale standardizzata. Quindi si ha:

$$\text{Prob}(y_1 = 1) = \text{Prob}(\beta_1'x + \gamma_2 + \varepsilon_1 > 0) = \Phi(\beta_1'x + \gamma_2).$$

Questo modello non tiene conto però del fatto che la probabilità di ricevere servizi di consulenza  $y_2$  è a sua volta influenzata dal vettore di variabili socio-economiche  $x$  (cfr. §5); la variabile  $y_2$  è dunque endogena al modello. In questo caso è necessario stimare congiuntamente la probabilità di partecipare al mercato finanziario e la probabilità di ricevere servizi di consulenza<sup>38</sup> introducendo una seconda equazione che riflette il fatto che la consulenza è una funzione delle variabili socio-economiche:

$$\text{Prob}(y_2 = 1) = \text{Prob}(\beta_2'x + \varepsilon_2 > 0) = \Phi(\beta_2'x) \quad (2)$$

in cui  $\varepsilon_2$  è una variabile aleatoria normale standardizzata. Il sistema di equazioni non lineari (1) e (2) costituisce un modello *probit* bivariato la cui stima avviene assumendo che la probabilità congiunta che la famiglia partecipi al mercato finanziario e riceva servizi di consulenza sia una distribuzione di probabilità normale bivariata standardizzata, come di seguito esplicitato:

$$\text{Prob}(y_1 = 1, y_2 = 1) = \Phi_2(\beta_1'x + \gamma_2, \beta_2'x, \rho) \quad (3)$$

laddove  $\Phi_2$  è la funzione di ripartizione della distribuzione normale standardizzata bivariata, mentre  $\rho$  è la correlazione fra  $\varepsilon_1$  e  $\varepsilon_2$ . La stima di tale modello bivariato ha permesso di verificare che le stime degli effetti marginali della consulenza sulla partecipazione coincidono con quelle del modello univariato riportate nell'Appendice A. Ciò è dovuto al fatto che il parametro  $\rho$  non risulta significativamente diverso da zero<sup>39</sup> e in tale caso si dimostra che le equazioni (1) e (2) possono essere stimate separatamente<sup>40</sup>.

<sup>38</sup> Si tratta del modello *probit bivariato* del tipo analizzato da Greene (1996).

<sup>39</sup> E' stato effettuato un *likelihood ratio test* con un livello di significatività del 5%.

<sup>40</sup> Cfr. Greene op. cit..

Esiste anche un secondo problema di endogeneità di non facile soluzione. Infatti, se da un lato chi riceve servizi di consulenza può essere indotto a partecipare al mercato finanziario, dall'altro potrebbe essere la partecipazione al mercato finanziario ad indurre una famiglia a domandare e/o ricevere con maggiore probabilità servizi di consulenza. Un metodo per superare questo problema consisterebbe nella stima di un sistema di due equazioni individuando delle variabili esplicative (cosiddette "variabili strumentali") in grado di influenzare la probabilità di partecipare al mercato finanziario ma non la probabilità di ricevere servizi di consulenza (o viceversa). Risulta però complesso individuare almeno una variabile strumentale di questo tipo, poiché le stesse caratteristiche socio-economiche che influenzano la probabilità di ricevere servizi di consulenza influenzano anche la probabilità di partecipare al mercato finanziario.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)
- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo<sub>s</sub> on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)

- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)
- N. 58 *Studi e Ricerche* *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore (Maggio 2005)
- N. 59 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano (Ottobre 2006)
- N. 60 *Documenti* *Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia* (Giugno 2007)
- N. 61 *Documenti* *Il marketing dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza*, di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo (Gennaio 2008)
- N. 62 *Documenti* *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, di N. Linciano (Settembre 2008)
- N. 63 *Studi e Ricerche* *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti d'investimento non-equity* (Aprile 2009)
- N. 64 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, di M. Gentile, G. Siciliano (Luglio 2009)