



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

OSSERVATORIO COFIR SULLA CONSULENZA FINANZIARIA E
GLI INVESTITORI RETAIL

**LA CONSAPEVOLEZZA DEGLI INVESTITORI:
CLIENTI E CONSULENTI A CONFRONTO**

REPORT DELLA RICERCA - EDIZIONE 2023

Osservatorio CoFIR

Osservatorio sulla COnsulenza Finanziaria e gli Investitori Retail

Università degli Studi di Bologna (Prof. Fabrizio Palmucci)

Università Politecnica delle Marche (Prof.ssa Camilla Mazzoli)

Novembre 2022

Descrizione e scopo della Ricerca

La Consulenza Finanziaria è oggetto di attenzione crescente da parte del regolatore, a partire dalla MiFID I del 2004 fino alla MiFID II del 2018, passando per i continui aggiornamenti nei regolamenti Consob e pareri ESMA.

Il focus della normativa è quello dell'adeguatezza delle raccomandazioni dei Consulenti Finanziari (CF) rispetto alle caratteristiche degli investitori.

Tuttavia, in un contesto (italiano in particolare) in cui la conoscenza degli investitori sul tema degli investimenti è scarsa, come testimoniato da svariate ricerche, un tema altrettanto rilevante è quello della Consapevolezza degli investitori stessi circa le proprie caratteristiche e quelle dei propri portafogli.

Questa ricerca ha quindi lo scopo di indagare la consapevolezza degli investitori in merito alla composizione e alle caratteristiche del proprio portafoglio, oltre che delle proprie caratteristiche su cui i controlli di adeguatezza (MiFID) vengono effettuati.

La ricerca si è svolta mediante somministrazione di questionari - sia ai clienti sia ai rispettivi consulenti finanziari - nel corso del 2022 (numero di questionari raccolti pari a 318).

L'obiettivo dell'Osservatorio è quello di riproporre annualmente tale ricerca in modo da monitorare i comportamenti degli investitori italiani e la loro evoluzione in tutte le dimensioni analizzate.

Tolleranza al Rischio, Rischio di Ptf, Conoscenza Finanziaria, Tipologia di Strumenti

	Media	Mediana	Min	Max	SD
Sesso (% Uomini)	62.9%	1.00	0	1	0.48
Età	35.9	31.0	19	81	13.56
Nucleo Familiare	3.28	3.00	1	7	1.29
FRT (Auto)	4.00	4.00	1	7	1.13
FRT (CF)	4.00	4.00	1	7	0.91
FRT (Stima)	3.98	4.00	1	7	0.95
PTF Risk (Auto)	3.67	4.00	1	7	1.26
PTF Risk (CF)	4.01	4.00	1	7	0.94
Financial Literacy (Auto)	3.34	3.00	1	7	1.35
Financial Literacy (CF)	3.87	4.00	1	7	1.03
Fondi Passivi (CF)	5.12	0.00	0	100	14.67
Fondi Attivi (CF)	67.35	90.00	0	100	36.99
Polizze (CF)	15.66	0.00	0	100	25.61
Amministrato (CF)	11.87	0.00	0	100	22.64
Diversificazione per Tipo di Strumento	0.32	0.18	0	1	0.35
Assets Under Management (in %)	0.78	1.00	0	1	0.35

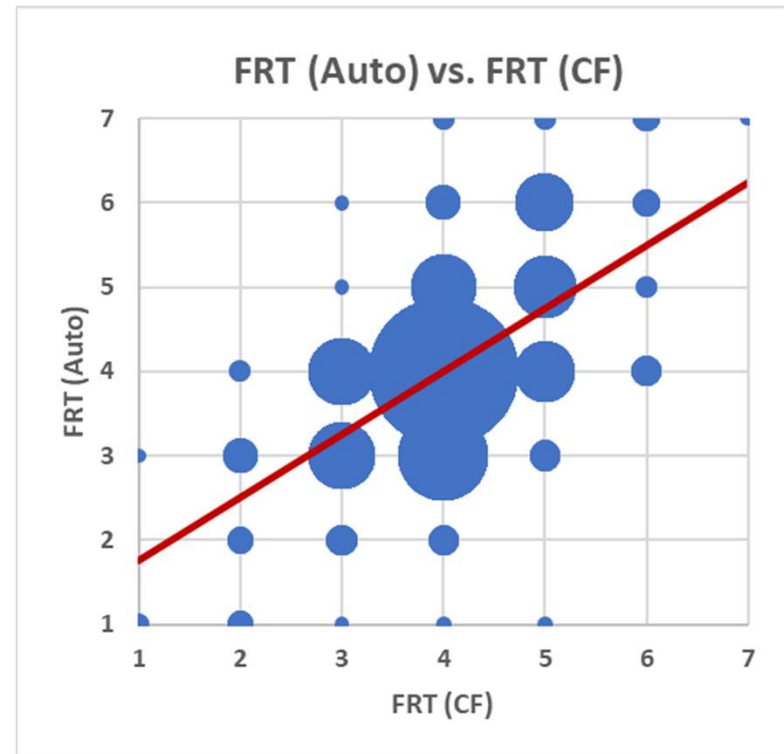
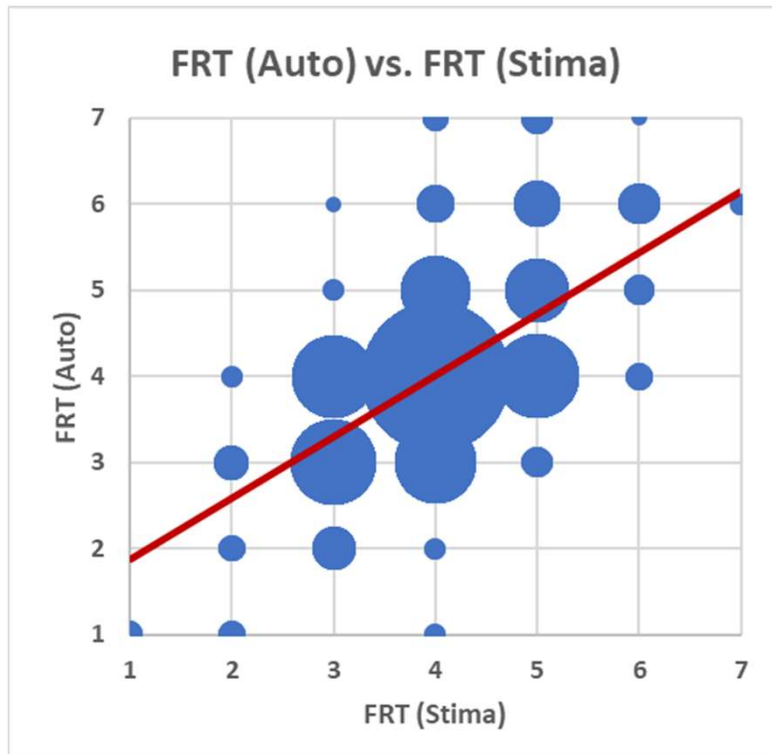
Nell'intero campione, il primo risultato interessante è che il livello di tolleranza al rischio (FRT, Financial Risk Tolerance) autodichiarato (Auto), quello dichiarato dal Consulente Finanziario (CF) e quello stimato dal questionario psicometrico (Stima), sono tutti allineati in media intorno al valore 4 su una scala da 1 a 7 (3.98 nel caso di FRT Stima). Un livello quindi non elevato e in linea con i dati nazionali (questionario DOXA e Consob).

La conoscenza finanziaria invece è in media sotto il livello di 4 (sempre in una scala da 1 a 7). Risulta inoltre una sottostima della propria conoscenza finanziaria da parte degli investitori rispetto al livello invece attribuito loro dai propri CF.

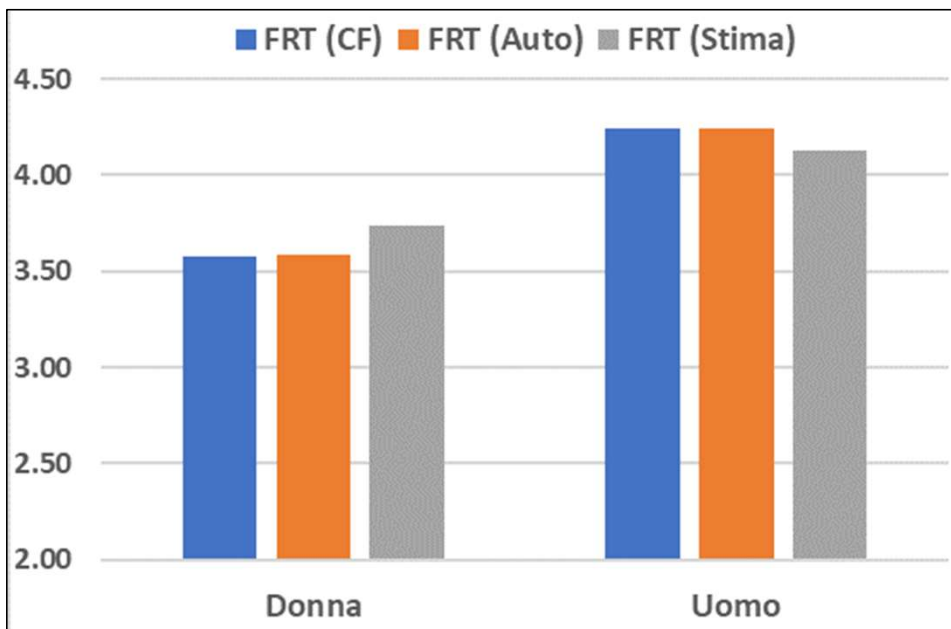
Il rischio di portafoglio dichiarato dai consulenti è mediamente pari a 4.01, rispetto alla stima degli investitori che lo pongono a 3.67 (sottostima del rischio). I portafogli infine sono prevalentemente concentrati in Fondi a gestione attiva, mentre l'AUM arriva al 78% in media.

Financial Risk Tolerance: Auto vs Stima vs CF

In media le tre misure coincidono, ma questo nasconde frequenti sotto o sopravvalutazioni della propria FRT. Si rende quindi necessario approfondire le determinanti di questi disallineamenti (Genere, Età, etc...).



Tolleranza al rischio - Genere



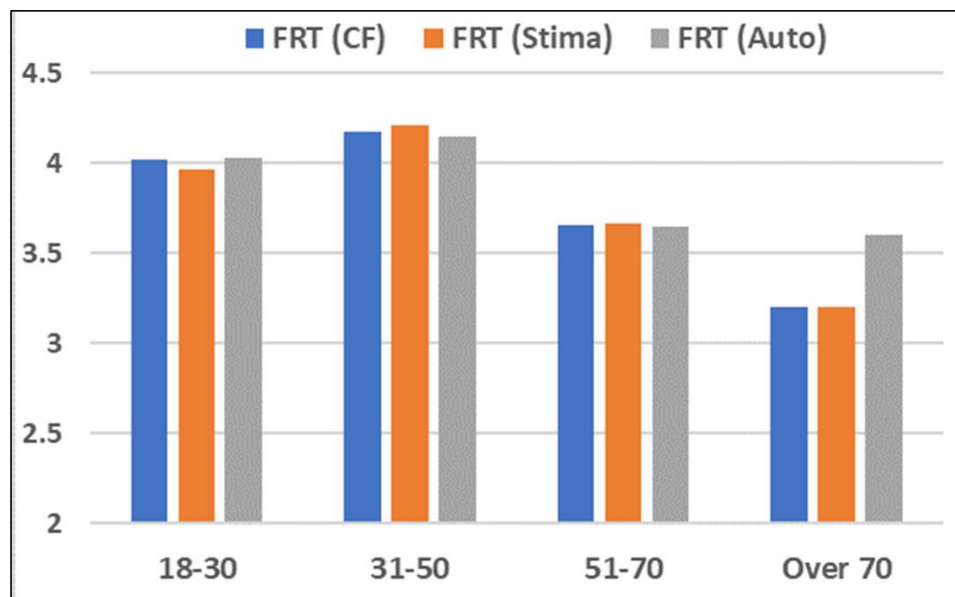
Per quanto riguarda la distinzione di genere, la tolleranza al rischio degli uomini è maggiore rispetto a quella delle donne, in linea con le evidenze in letteratura, e a prescindere dalla misura presa in considerazione.

Per quanto riguarda la FRT Autodichiarata (Auto) e quella quantificata dal consulente finanziario (FRT CF), queste sono coerenti tra loro, sia per gli uomini che per le donne. Tale evidenza suggerisce quindi l'esistenza di una buona relazione e di una buona comunicazione consulente-cliente.

Il confronto con la FRT stimata mediante il questionario psicometrico utilizzato (Grable&Lytton, 1999) mostra come le donne siano in realtà più propense al rischio rispetto a quanto auto-dichiarato e anche rispetto a quanto ipotizzato dal CF, in linea con il ben noto tema dell'*underconfidence* studiato in letteratura. Fenomeno opposto si rileva invece per il genere maschile, in cui la FRT stimata appare minore di quella auto-dichiarata e rilevata dal CF, in linea con il tema dell'*overconfidence*.

Il disallineamento tra FRT stimata e auto-dichiarata suggerisce la necessità di utilizzare strumenti di rilevazione più di tipo psicometrico che auto-valutativo, in linea con le linee guida ESMA più recenti.

Tolleranza al rischio - Età

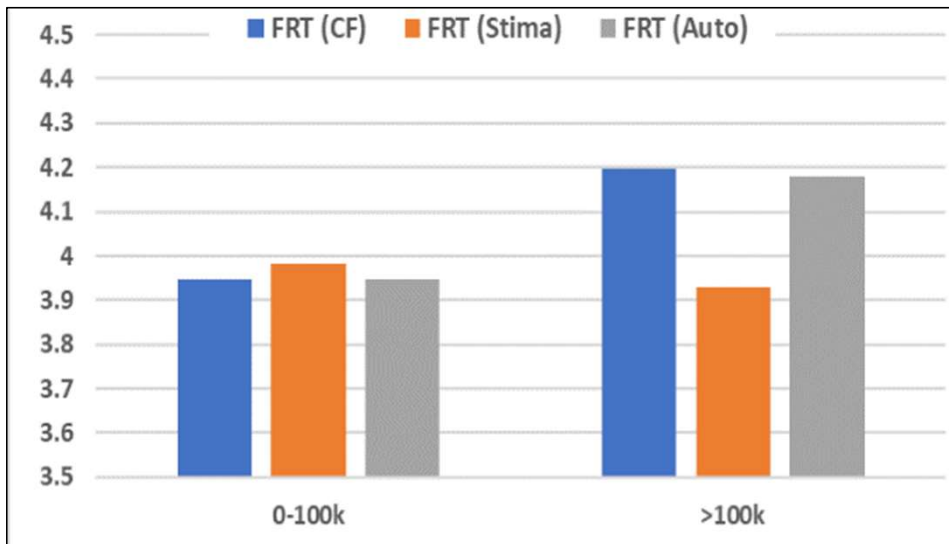


La tolleranza al rischio cresce leggermente in età lavorativa a prescindere dalla misura presa in considerazione, mentre si riduce in media dai 50 anni in avanti (verosimilmente come risposta alle sopraggiunte responsabilità familiari e in seguito all'approssimarsi della pensione).

Questa relazione ad U rovesciata tra età e FRT è in linea con i risultati della letteratura.

Sebbene non si rilevino in generale particolari differenze a seconda della misura che si sceglie di analizzare, per la fascia over 70 emerge una tendenza a sopravvalutare la propria FRT.

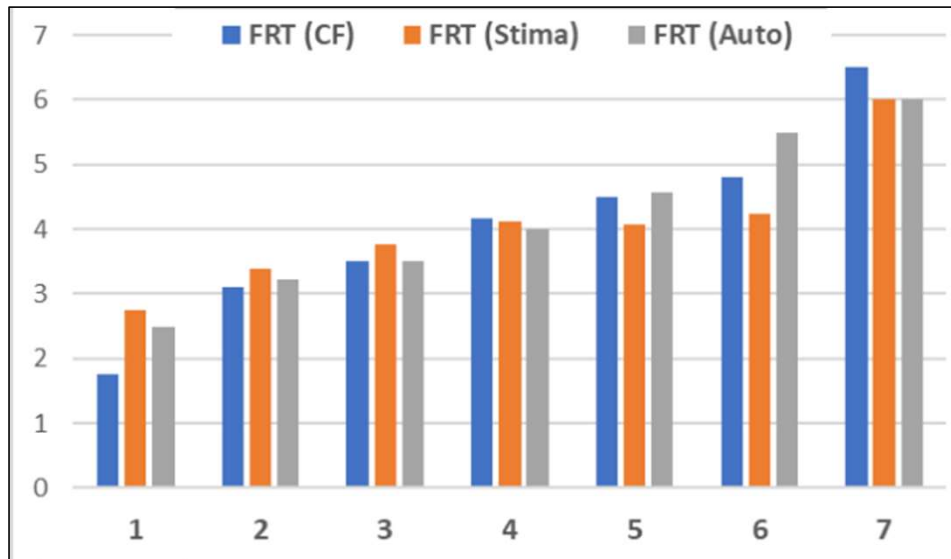
Tolleranza al rischio – Controvalore di Portafoglio



La tolleranza al rischio in relazione alla dimensione di portafoglio mostra due risultati interessanti:

1. Nei portafogli di dimensioni minori il livello di FRT stimata mediante strumento psicometrico è maggiore sia di quella auto-dichiarata (*underconfidence?*) sia di quella rilevata dal CF, mentre per portafogli di dimensioni maggiori accade il contrario (*overconfidence?*)
2. Passando da PTF più piccoli a PTF più grandi aumentano sia la FRT auto-dichiarata sia la FRT attribuita dal CF, mentre la tolleranza al rischio stimata attraverso la misura psicometrica diminuisce. Una possibile spiegazione è che gli investitori con portafogli più grandi tendano ad una maggiore *overconfidence* e che i CF siano meno restrittivi nel valutare la loro FRT.

Tolleranza al rischio – Conoscenza Finanziaria

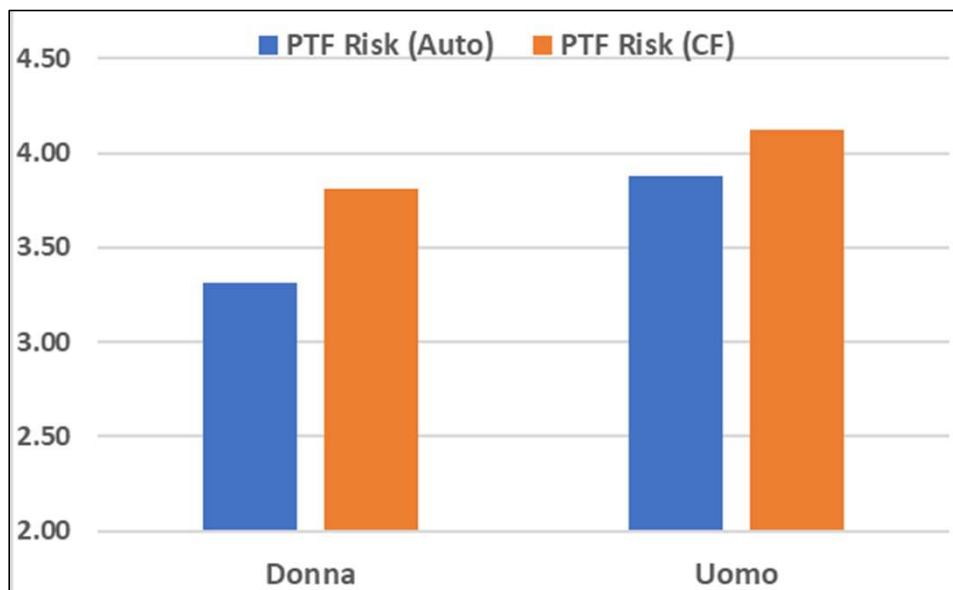


La tolleranza al rischio è correlata positivamente con il livello di conoscenze finanziarie. Questo è vero per tutte le tre misure di FRT (Auto, Stima e CF), che sostanzialmente crescono con il livello di conoscenza finanziaria (in linea con le evidenze a livello nazionale mostrate da DOXA e CONSOB).

Dal confronto tra FRT Auto e FRT Stimata emerge una tendenza da parte dell'investitore e del CF a sottovalutare la propria propensione al rischio per livelli bassi di conoscenza finanziaria, e al contrario sopravvalutarla per livello elevati di conoscenza finanziaria.

Ancora più interessante è il confronto con la stima della FRT da parte dei consulenti poiché l'allineamento tra FRT Auto e FRT CF per livelli più alti di conoscenza finanziaria potrebbe far pensare che un alto livello di conoscenza finanziaria venga scambiato per maggiore capacità di sopportare rischio.

Rischio di PTF - Genere

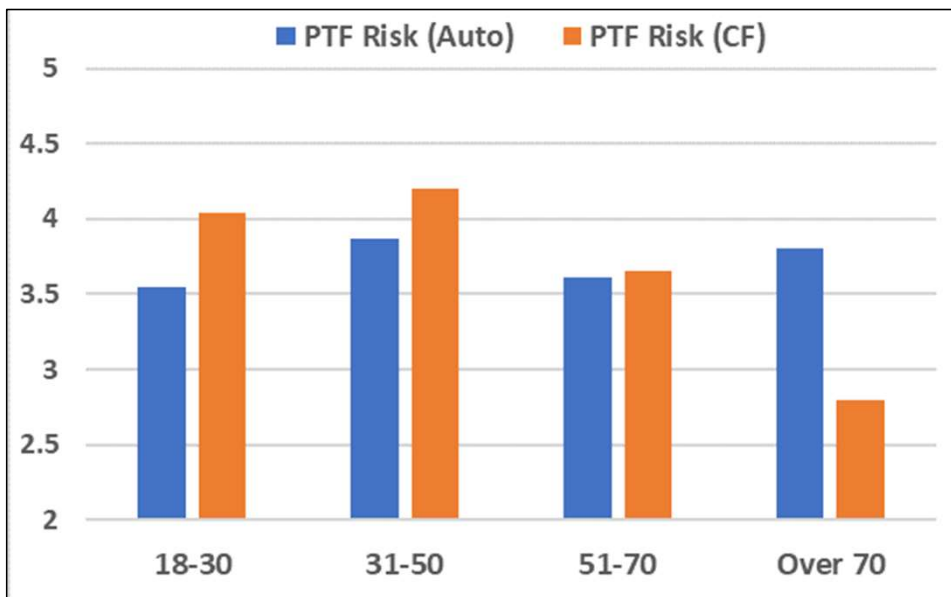


Il dato sul rischio di PTF suggerisce come gli uomini, così come presentano una maggiore FRT, detengono mediamente portafogli più rischiosi, sia in termini di dato 'reale' fornito dai CF sia in termini di percezione del cliente stesso.

Il confronto tra queste due misure mostra una consapevolezza non piena da parte dei clienti per quando riguarda il rischio di PTF, poiché questi pensano di sopportare meno rischio di quanto non ne abbiano in realtà (soprattutto nel caso del genere femminile).

Questo confronto dovrebbe sensibilizzare i CF a favorire maggiore consapevolezza degli investitori, non necessariamente diminuendo il rischio di portafoglio, ma chiarendo la motivazione della struttura di portafoglio e il legame con i rendimenti attesi.

Rischio di PTF - Età

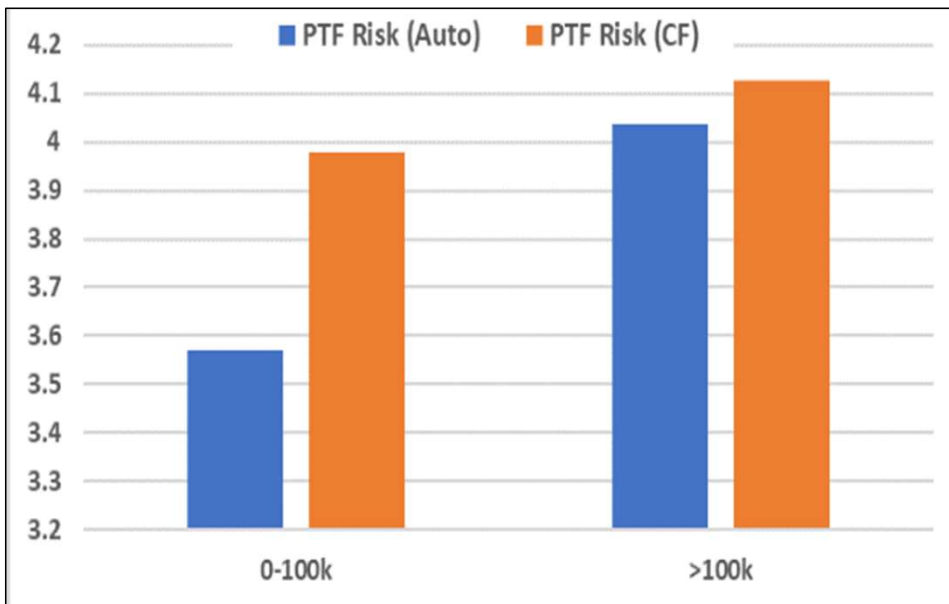


La stessa relazione ad U rovesciata evidenziata in precedenza tra FRT ed età si ritrova in questo caso per la relazione tra età e rischio di PTF 'reale' (ossia fornito dal consulente).

Per quanto concerne invece il rischio percepito dal cliente, emerge una consapevolezza non piena, nella misura in cui il rischio effettivo è sistematicamente sottostimato (fatta eccezione per la classe degli over 70 che tende invece a sovrastimare il rischio effettivo di PTF).

Emerge quindi un interessante tema di maggiore consapevolezza da parte degli investitori del rischio di PTF in relazione alla fascia di età.

Rischio di PTF – Controvalore di Portafoglio

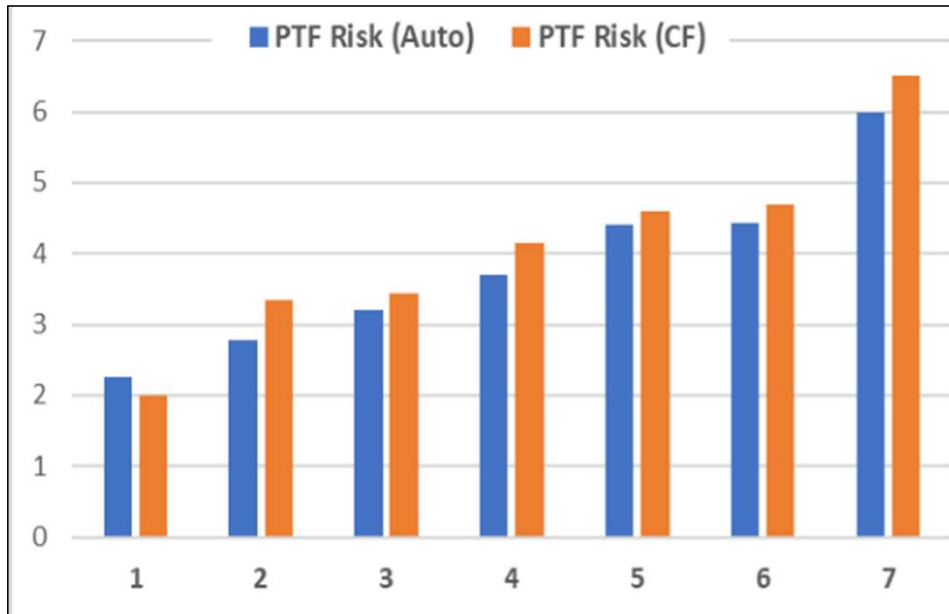


Il rischio in relazione alla dimensione di portafoglio mostra due risultati interessanti:

1. Il rischio effettivo così come quello percepito crescono al crescere del valore del PTF, in linea con le aspettative e i risultati della letteratura;
2. Il rischio percepito è inferiore a quello effettivo per entrambe le fasce di controvalore ma il gap è molto più consistente per i portafogli di dimensioni minori. Ciò significa che per gli investitori con portafogli più la percezione è quella di rischiare molto meno rispetto a quanto non sia in realtà.

Anche questo rappresenta un'occasione di intervento da parte del CF per dare maggiore consapevolezza a questa categoria di investitori.

Rischio di PTF – Conoscenza Finanziaria

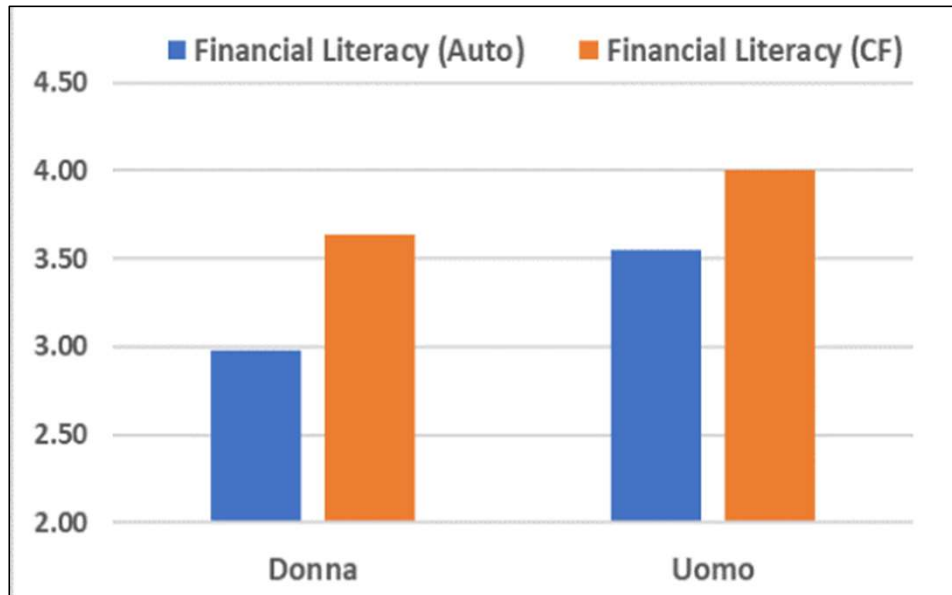


All'aumentare delle conoscenze finanziarie aumenta il rischio di PTF percepito dal cliente ma anche stimato dal consulente.

Ancora un volta i clienti tendono a sottostimare (per ogni livello di conoscenza finanziaria) il rischio di PTF rispetto a quanto invece dichiarato dai consulenti.

Si conferma l'opportunità di migliorare la consapevolezza dei clienti sul rischio effettivamente sostenuto, per ogni livello di conoscenza finanziaria.

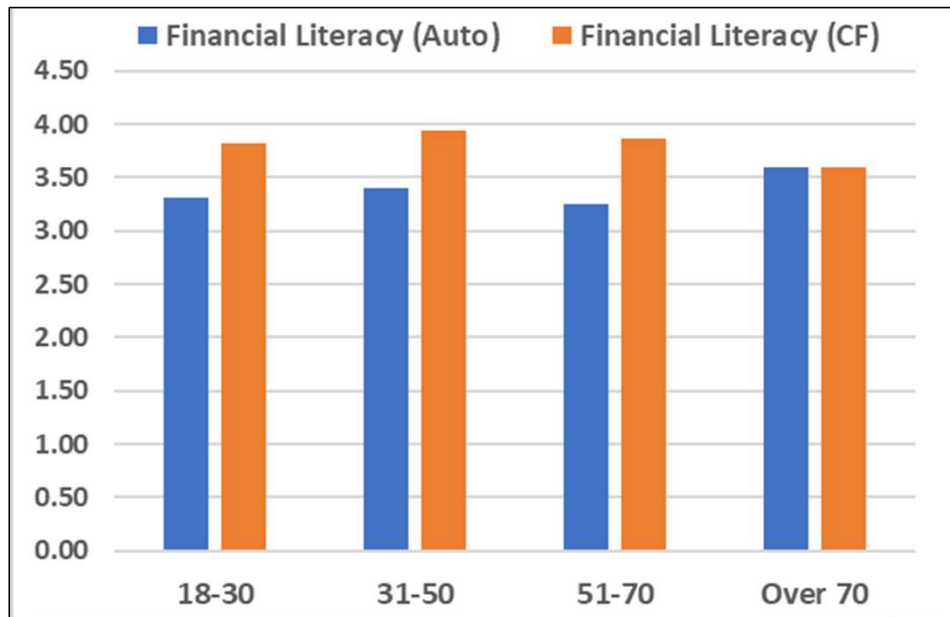
Conoscenza finanziaria - Genere



Il confronto tra conoscenza finanziaria (Financial Literacy) autodichiarata dal cliente (Auto) e conoscenza finanziaria stimata dal consulente finanziario (CF), suggerisce due evidenze interessanti:

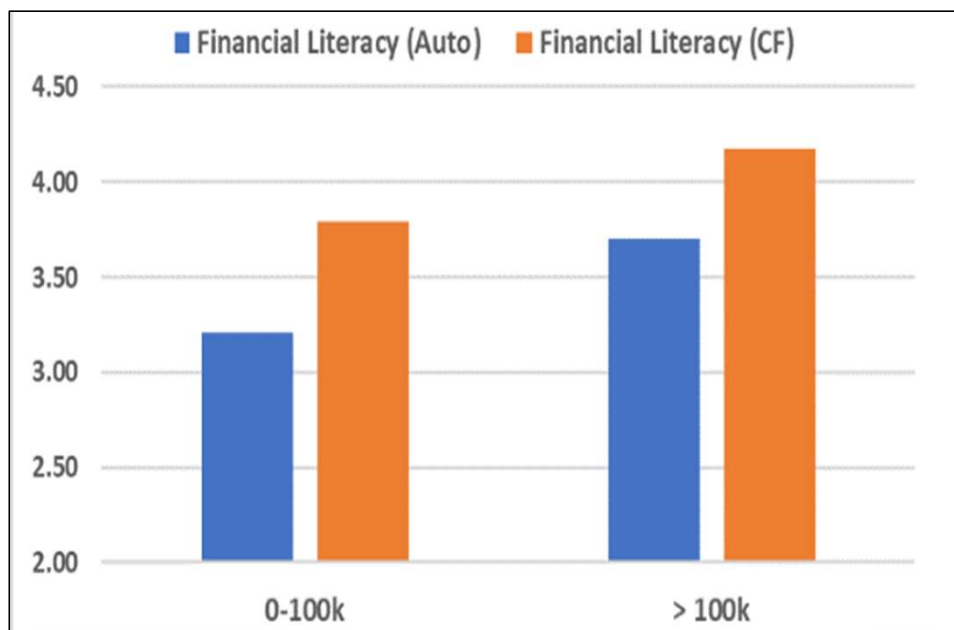
1. La conoscenza finanziaria è minore nelle donne rispetto agli uomini, per entrambe le misure di Financial Literacy, Auto e CF.
2. Mediamente gli investitori tendono a sottostimare il proprio livello di conoscenza finanziaria ma tale sottostima è più marcata per il genere femminile rispetto a quello maschile (*underconfidence*)

Conoscenza finanziaria - Età



Analizzando la dimensione dell'età degli investitori in relazione alla financial literacy, osserviamo come gli investitori sottostimino il proprio livello di conoscenza finanziaria per qualunque classe di età, con eccezione degli over 70.

Conoscenza Finanziaria – Controvalore di Ptf



La conoscenza finanziaria risulta maggiore per gli investitori con portafogli di maggiori dimensioni, sia analizzando la financial literacy auto-dichiarata sia quella stimata dal CF.

La sottovalutazione delle proprie conoscenze finanziarie emerge per tutti i livelli di dimensioni di portafoglio, con un gap più evidente nei portafogli di dimensione minore.

Composizione di Ptf, Private Equity, Cryptovalute, ESG

	Media	Mediana	Min	Max	SD
Titoli di Stato (Auto)	12.98	0.00	0	100	20.48
Obbligazionario (Auto)	26.74	25.00	0	100	24.55
Azionario (Auto)	43.43	40.00	0	100	30.65
Altro (Auto)	16.84	4.50	0	100	26.47
Titoli di Stato (CF)	7.77	0.00	0	100	15.63
Obbligazionario (CF)	29.63	30.00	0	100	22.16
Azionario (CF)	55.86	51.50	0	100	26.10
Altro (CF)	6.74	0.00	0	100	12.71
Consapevolezza Composizione Ptf. per Asset Class	0.64	0.67	0	1	0.26
Crypto	2.37	2.00	0	5	1.22
Private Equity (Ha investito?)	0.11	0.00	0	1	0.32
Private Equity (Conoscenza)	0.91	1.00	0	1	0.28
Private Equity (Rendimenti)	0.32	0.00	0	1	0.47
Coinvolgimento Consulente (1-3)	2.27	2.00	1	3	0.74
ESG (Interesse Investitore)	0.60	0.50	0	1	0.36
ESG (Richiesta a CF)	0.56	1.00	0	1	0.50

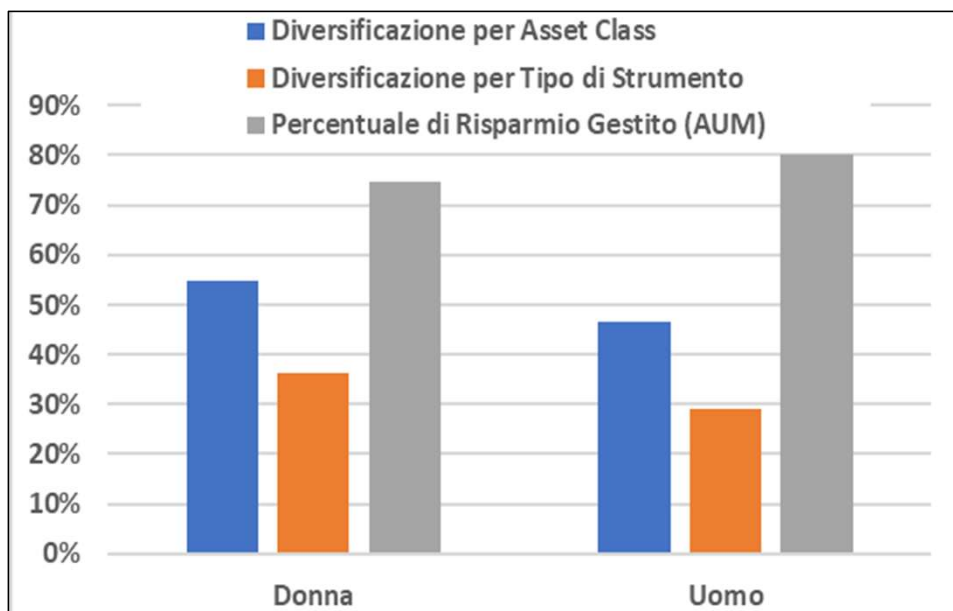
Analizzando la composizione dichiarata (e quindi percepita) dall'investitore del proprio PTF insieme a quella osservata dal CF (e quindi oggettiva), notiamo come gli investitori pensino di avere una quota inferiore di investimenti azionari e maggiore di investimenti non facilmente catalogabili («Altro»). Questo richiederebbe un intervento del CF per favorire maggiore consapevolezza (l'indicatore medio di consapevolezza è pari a 0.64 su un massimo di 1).

Per quanto riguarda l'interesse negli investimenti in Cryptovalute questo non è ancora molto elevato (2.37 in media in una scala da 1 a 5, forse a causa dei rischi connessi) ma è comunque presente.

Per quanto riguarda gli investimenti in Private Equity invece, sebbene la conoscenza della loro esistenza sia elevata, non lo è altrettanto la comprensione delle potenzialità in termini di rendimenti nonché la percentuale di investitori che abbiano già investito in PE.

Per quanto riguarda gli investimenti sostenibili (ESG), invece, l'interesse degli investitori e le richieste ai propri CF è sostenuto, in linea con l'aneddotica recente.

Diversificazione e AUM - Genere



In questa sezione si sono introdotte due proxy di diversificazione:

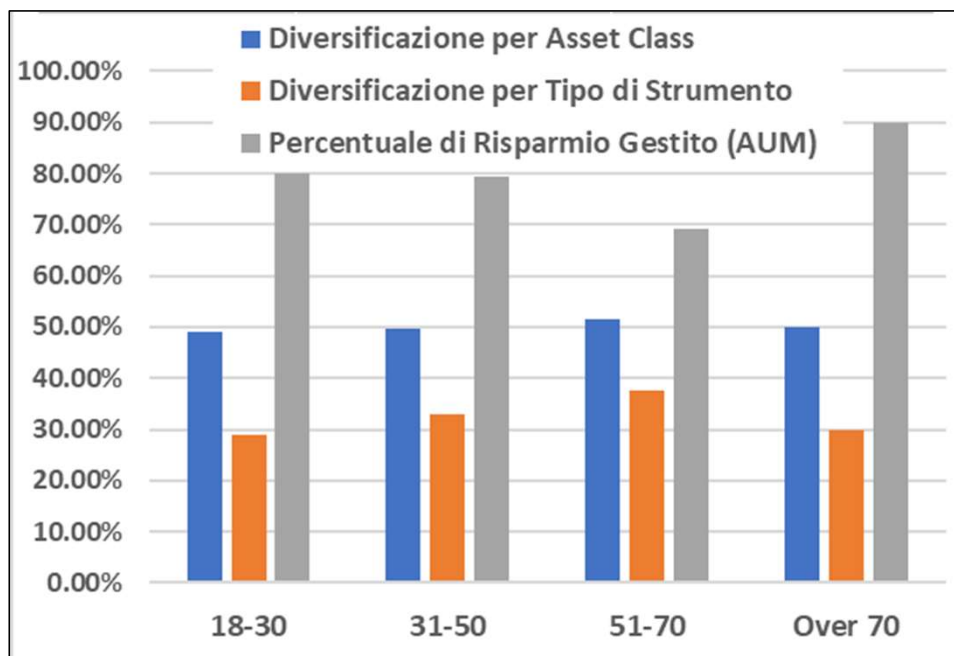
- per asset class (Titoli di Stato, Obbligazionario, Azionario e Altri investimenti);
- per Tipo di Strumento (Amministrato, Fondi Passivi, Fondi Attivi, Polizze).

Si è analizzato inoltre la % di AUM sul totale di portafoglio. Tutte le misure sono dichiarate dal CF.

Analizzando le informazioni per genere, emerge come le donne tendano a diversificare di più, sia in termini di asset class sia in termini di tipologie di strumenti utilizzati.

Gli investimenti gestiti (AUM) sono sostanzialmente uguali (leggermente superiori per gli uomini).

Diversificazione e AUM - Età

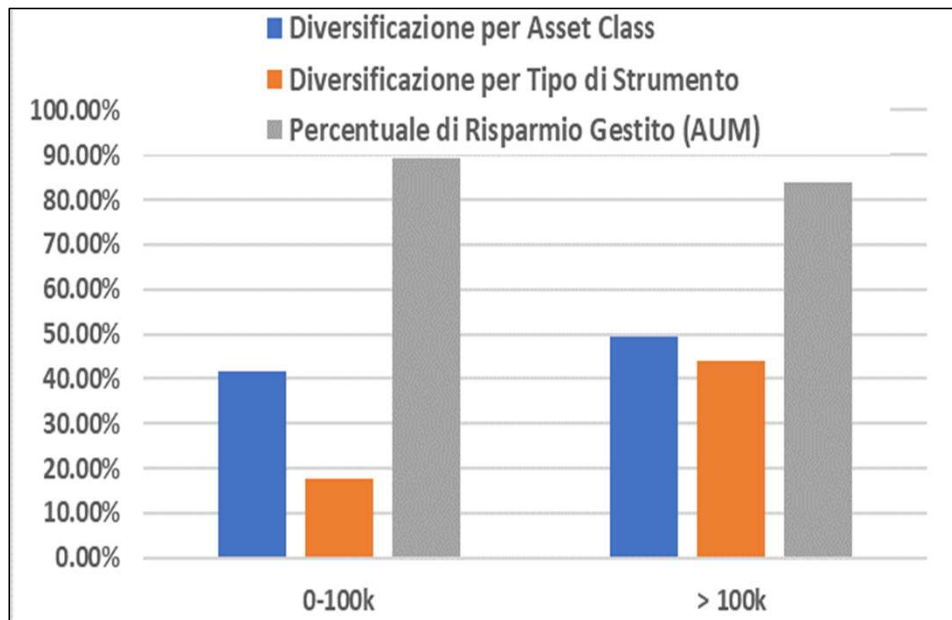


La distinzione per classi di età non fa emergere differenze sostanziali in termini di diversificazione per asset class.

Troviamo invece una relazione crescente della diversificazione per tipologia di strumento con l'età ad eccezione degli over 70 (quest'ultimo potrebbe essere legato alla maggiore presenza di Polizze in età pensionabile).

L'AUM diminuisce nella classe 51-70 per poi risalire negli over 70 (sempre forse in relazione al maggiore investimento in polizze).

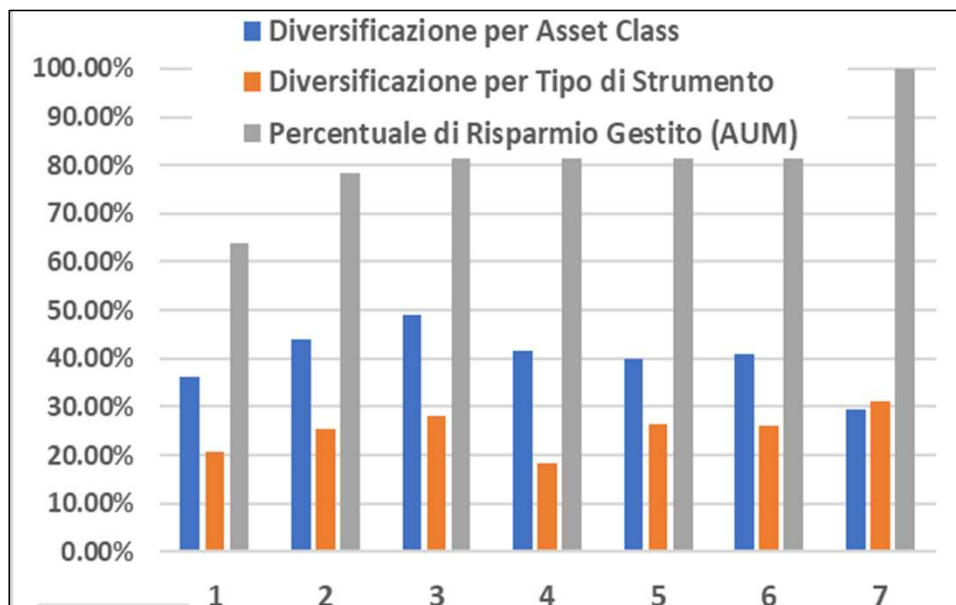
Diversificazione e AUM - Controvalore di Ptf



Analizzando la composizione di portafoglio in relazione alla sua dimensione, osserviamo come portafogli di maggiori dimensioni sono leggermente più diversificati in termini di asset class e significativamente più diversificati in termini di tipologia di strumento utilizzato.

Mentre questo risultato è in linea con le aspettative, osserviamo che la quota di risparmio gestito (AUM) è uguale se non leggermente maggiore per i portafogli di minori dimensioni, per i quali il risparmio gestito rappresenta la scelta più efficiente per diversificare.

Diversificazione e AUM – Conoscenza Finanziaria



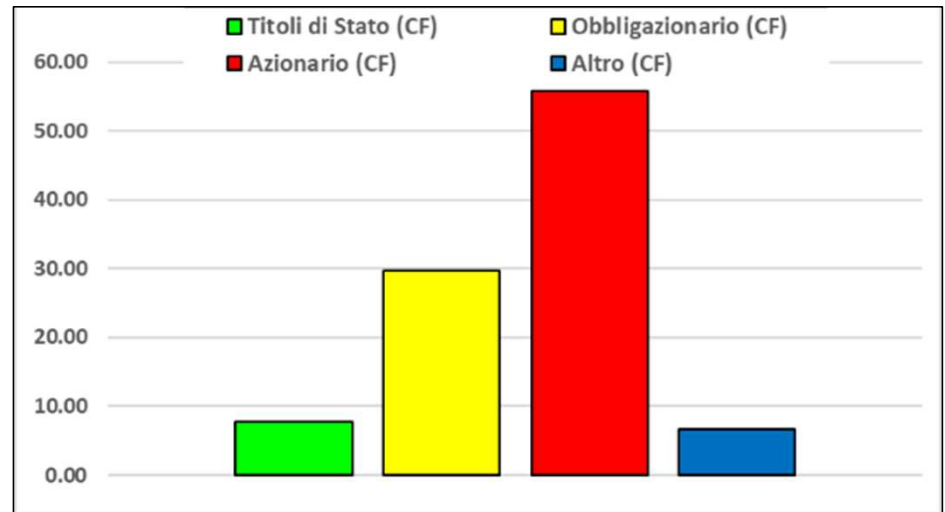
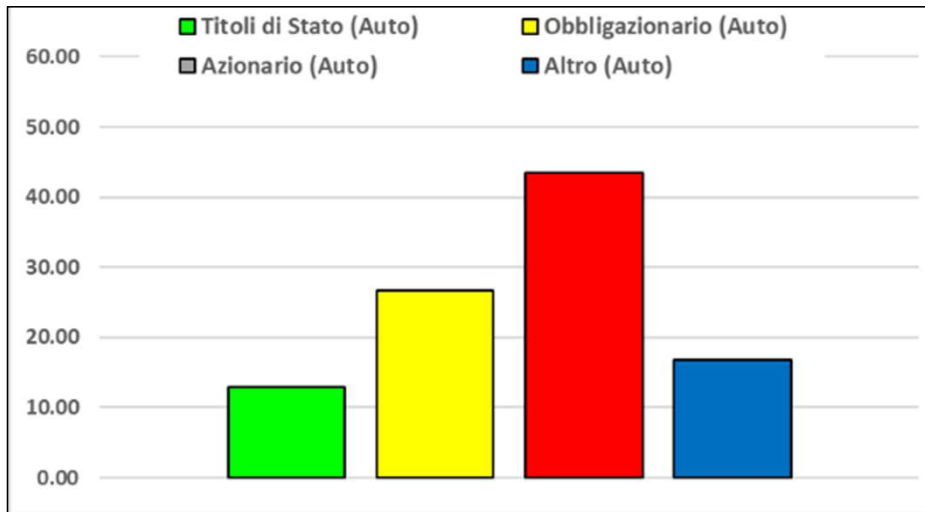
Incrociando la dimensione di diversificazione con quella della conoscenza finanziaria, non troviamo relazioni chiare in termini di diversificazione (Asset Class o Tipo di Strumento).

Troviamo invece una relazione positiva con la percentuale di risparmio gestito (AUM), nella misura in cui gli investitori con maggiore conoscenza finanziaria correttamente interpretano le potenzialità in termini di diversificazione del risparmio gestito, come testimoniato da un maggiore AUM per livelli maggiore di conoscenza finanziaria.

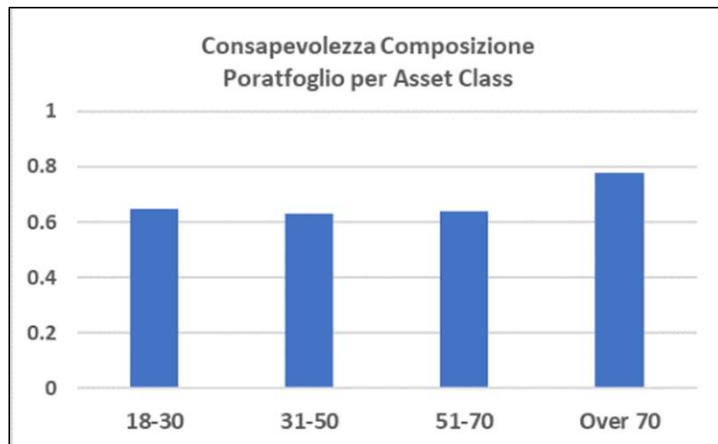
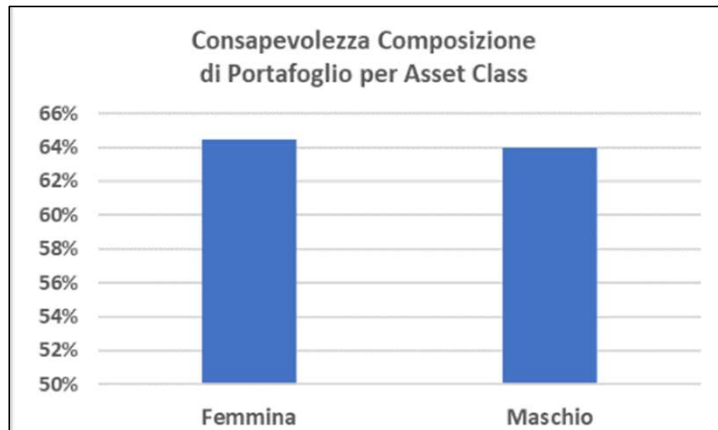
Composizione PTF per Asset Class – Consapevolezza Investitore

In questa sezione mostriamo un approfondimento sulla consapevolezza degli investitori circa la composizione per asset class del proprio portafoglio.

Complessivamente, come precedentemente commentato, osserviamo come gli investitori non siano completamente consapevoli della composizione di portafoglio e mediamente ritengano di avere meno investimenti azionari, leggermente meno investimenti obbligazionari, e più titoli di Stato e altri investimenti rispetto alla composizione reale del proprio PTF.



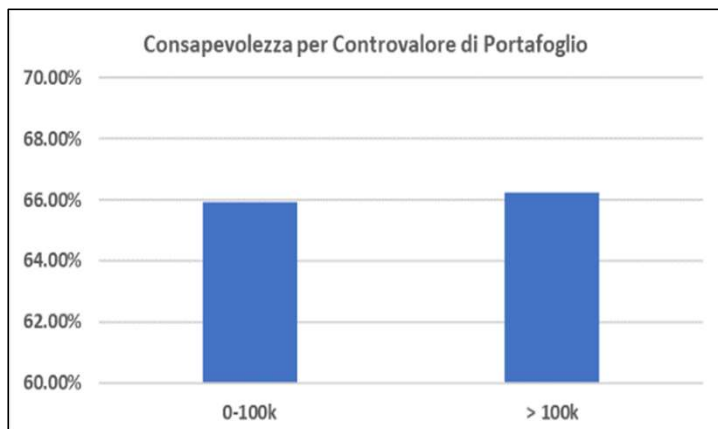
Consapevolezza – Genere ed Età



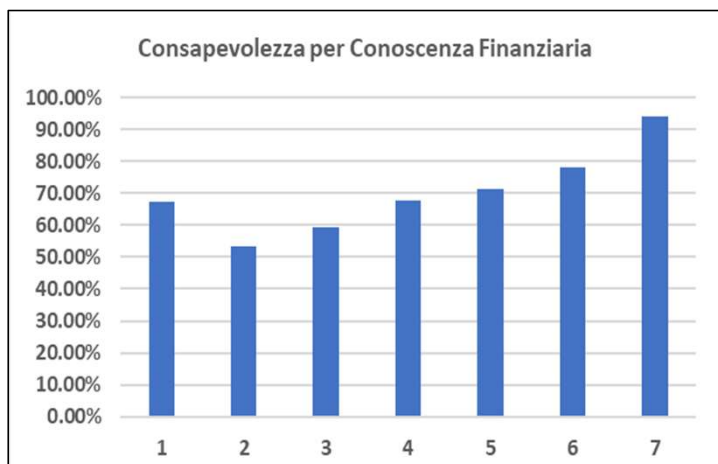
La consapevolezza circa la composizione del proprio PTF sembra essere legata al genere, nella misura in cui le donne sono leggermente più consapevoli degli uomini.

Per quanto riguarda invece l'analisi per classi di età troviamo una relazione positiva, specialmente per gli over 70 che mostrano una consapevolezza sensibilmente superiore rispetto alle altre classi di età.

Consapevolezza – Controvalore di Portafoglio e Conoscenza Finanziaria



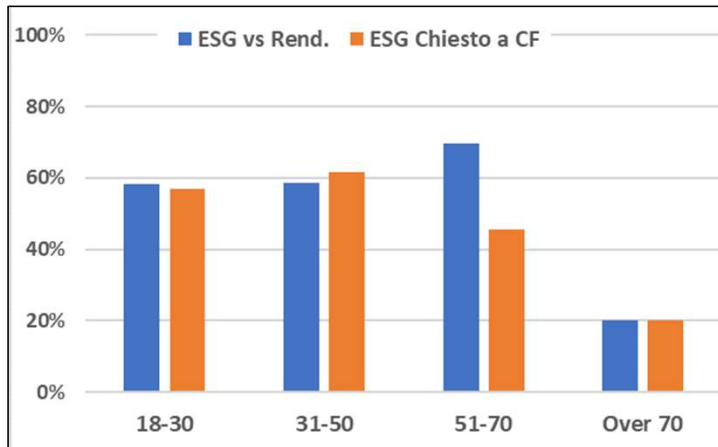
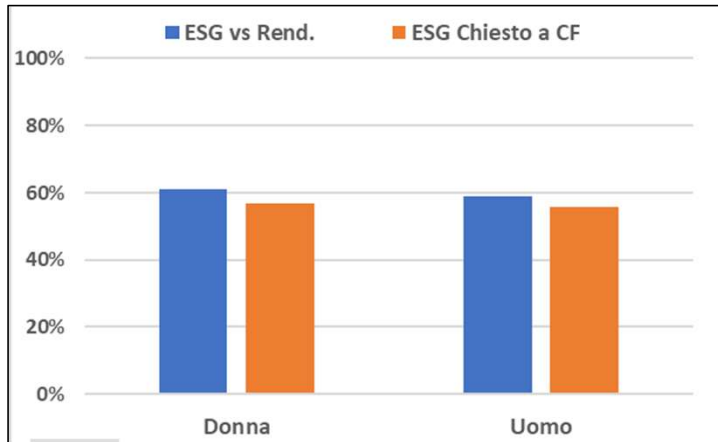
Per quanto riguarda le dimensioni di portafoglio, non emergono differenze di rilievo in termini di consapevolezza; gli investitori con portafogli di maggiori dimensioni presentano una leggera (ma quasi trascurabile) maggiore consapevolezza.



Per quanto riguarda invece il legame tra conoscenza finanziaria e consapevolezza, emerge una chiara relazione positiva in linea con le aspettative*.

* l'eccezione del livello 1 di conoscenza finanziaria è dovuto al fatto che in questa classe rientrano solo 4 osservazioni)

Identikit dell'Investitore Responsabile



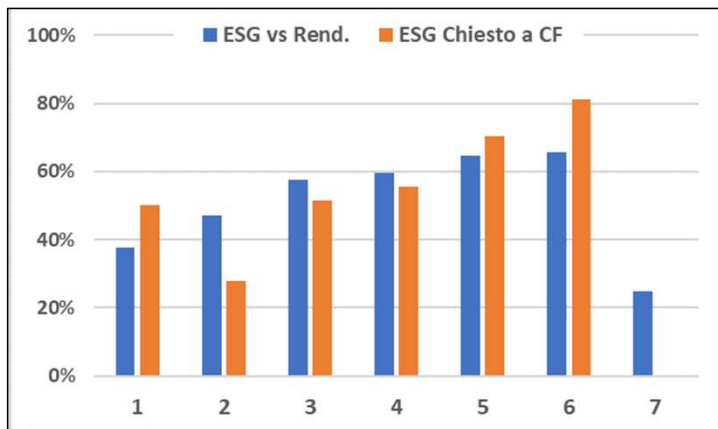
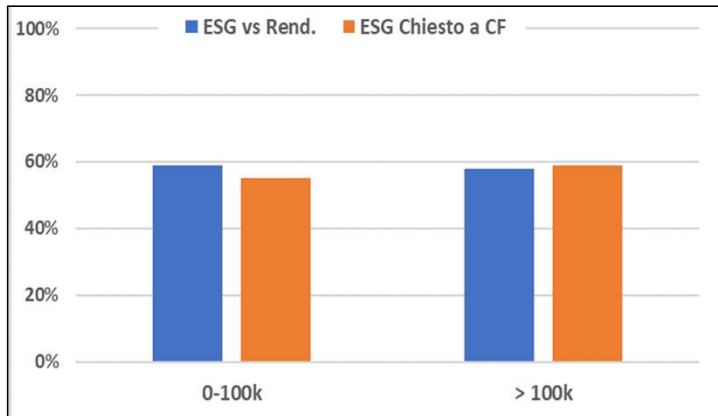
Per quanto riguarda gli investimenti sostenibili (ESG) abbiamo due misure da porre a confronto: la disponibilità degli investitori di rinunciare ad una parte del rendimento per investire in titoli ESG, e la richiesta effettivamente fatta al proprio CF per intraprendere questo tipo di investimenti.

Innanzitutto notiamo come mediamente ci sia un allineamento tra queste categorie, nella misura in cui il numero di coloro che hanno chiesto al proprio CF è di poco inferiore al numero di coloro che hanno dichiarato di poter rinunciare a parte del rendimento per titoli ESG.

Per quanto riguarda le differenze di genere, si nota una leggera prevalenza a favore delle donne, che mostrano quindi una maggiore attenzione alla dimensione ESG in linea con le evidenze in letteratura.

Per quanto riguarda l'età emerge un'incongruenza tra le due misure nella fascia 51-70, ma soprattutto una diminuzione drastica di entrambe le misure negli over 70, dimostrando che il tema della sostenibilità ha sensibilizzato maggiormente le generazioni che più sono interessate al futuro.

Identikit dell'Investitore Responsabile



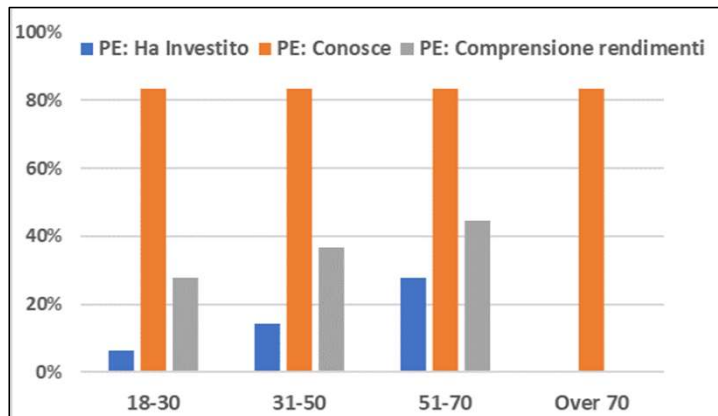
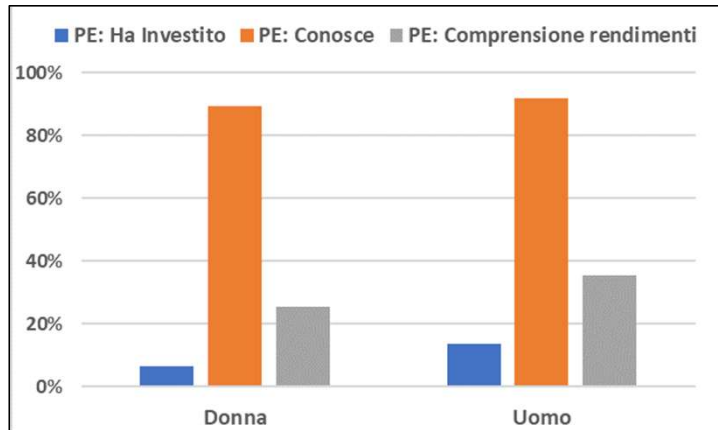
Per quanto riguarda la dimensione di portafoglio, non sembra che questa influisca in misura rilevante sulle preferenze per gli investimenti sostenibili.

Emerge invece una lieve sulla richiesta esplicita al proprio CF di implementare investimenti ESG che risulta leggermente inferiore per gli investitori con un portafoglio di dimensioni inferiori.

Per quanto riguarda infine il livello di conoscenza finanziaria, sembra esserci una relazione positiva sia della disponibilità a rinunciare a parte del rendimenti, sia della richiesta proattiva al CF nel sottoscrivere investimenti ESG, con il livello di conoscenza finanziaria (i livelli estremi, 1 e 7, hanno un numero molto limitato di questionari in cui si è data risposta a queste domande).

Il legame tra financial literacy e l'interesse per gli investimenti ESG è un tema interessante da esplorare in future ricerche.

Identikit dell'investitore in private equity



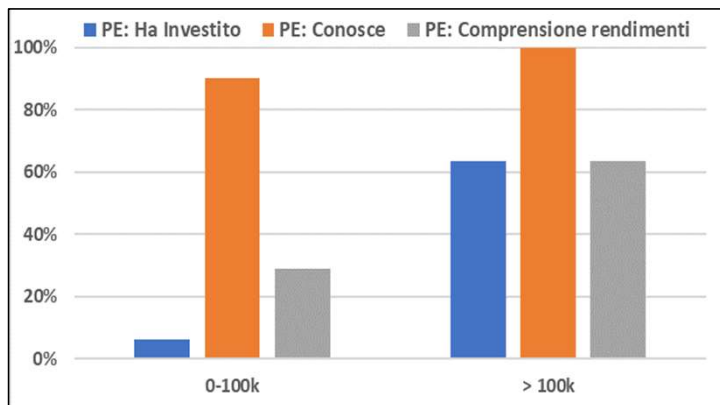
Per quanto riguarda il tema degli investimenti in Private Equity (PE) 3 sono le misure (dummy) da analizzare:

1. se l'investitore ha già investito in PE;
2. sulla conoscenza del tipo di investimento;
3. sulla comprensione dei maggiori rendimenti attesi legati a questo tipo di investimenti (insieme a maggiori rischi).

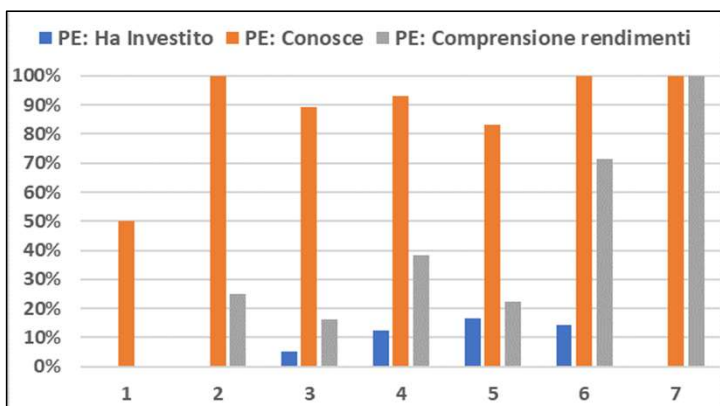
Per quanto riguarda le differenze di genere, sebbene la conoscenza del PE sia elevata per entrambi i generi, gli uomini dichiarano una prevalenza rispetto alle donne in termini di investimenti effettuati in PE così come nella comprensione dei rendimenti.

Per quanto riguarda la dimensione dell'età, la conoscenza non mostra legami con questa variabile, mentre sia l'aver investito sia la comprensione dei rendimenti sono crescenti con l'età. Questo è un risultato coerente: chi comprende l'opportunità del PE decide anche di investire parte del suo portafoglio.

Identikit dell'investitore in private equity

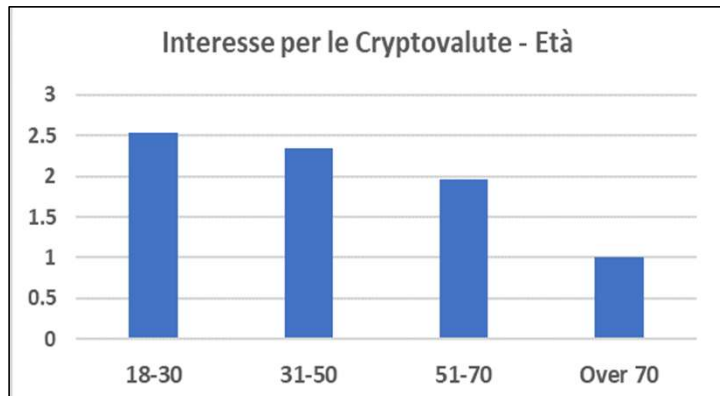
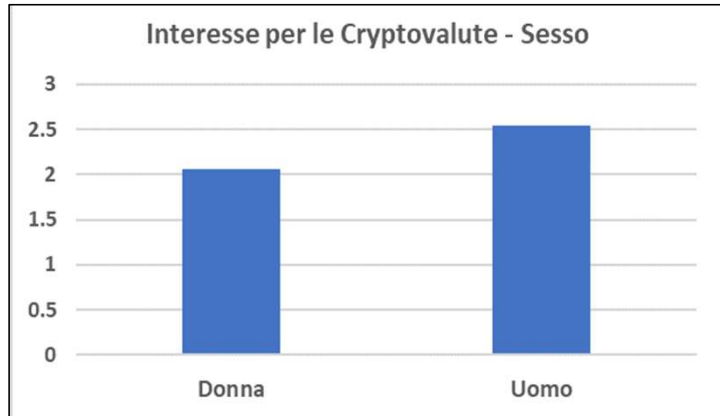


Per quanto riguarda le dimensioni del portafoglio, queste hanno un effetto rilevante sul tema degli investimenti in PE: i portafogli di maggiori dimensioni sono quelli che più probabilmente già contengono investimenti in PE, e i relativi investitori conoscono di più tali investimenti e soprattutto sono consapevoli delle opportunità in termini di rendimenti attesi.



Per quanto riguarda infine la financial literacy, vediamo che la conoscenza è alta per ogni livello (il che testimonia forse che i CF hanno informato tutti la maggioranza dei loro clienti su questa possibilità), mentre la comprensione delle opportunità in termini di rendimenti sono sostanzialmente crescenti con il livello di conoscenza finanziaria, come atteso. L'aver già investito in PE invece non sembra essere correlato alla financial literacy.

Interesse per le Cryptovalute

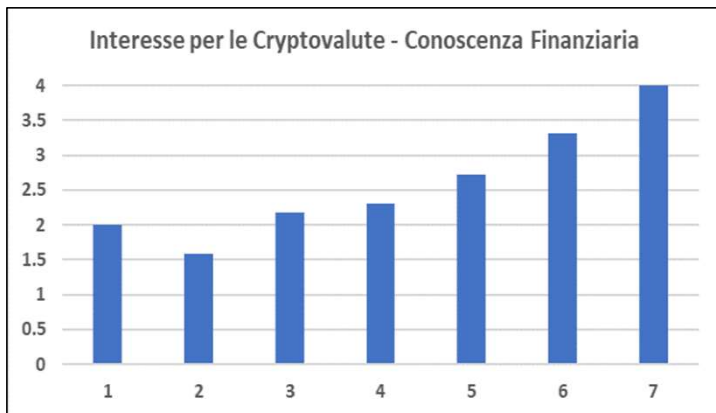
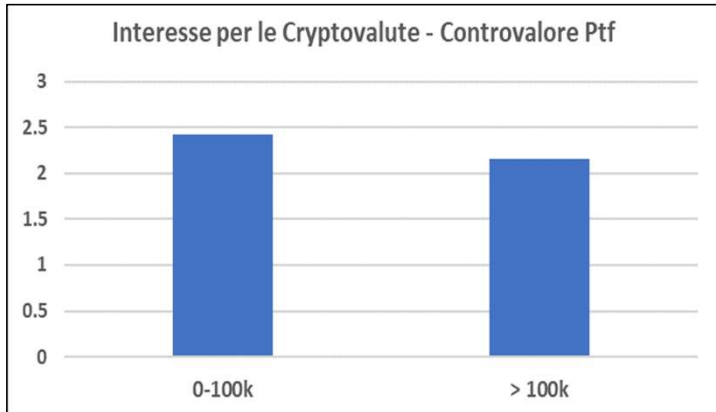


L'ultimo aspetto tematico relativo agli investimenti nei portafogli del campione analizzato è quello delle cryptovalute e gli investimenti legati alla blockchain.

Per quanto riguarda il genere, gli uomini dichiarano un maggiore interesse rispetto alle donne per questa opportunità di investimento.

L'interesse decresce invece con l'età, come ci si poteva aspettare dato il tema legato alle tecnologie digitali di più facile comprensioni per le nuove generazioni.

Interesse per le Cryptovalute



Per quanto riguarda la dimensione di portafoglio, non sembra esserci un legame (se non un leggero maggiore interesse da parte degli investitori con portafogli più piccoli. Forse questo cattura in parte la dimensione precedentemente analizzata dell'età, in quanto gli investitori più giovani sono probabilmente quelli con portafogli più piccoli).

Per quanto riguarda infine la conoscenza finanziaria, osserviamo come l'interesse per le cryptovalute sia crescente con il livello di financial literacy, risultato questo ancora una volta in linea con le aspettative, data la complessità del tema di questa tipologia di investimenti.