

**MASSIMO SCOLARI**

Hedge Fund & Alternative Investment Strategy
Research Unit Università di Siena

Il valore della consulenza finanziaria

di Massimo Scolari

«New Schwab data indicates use of advice and professionally-managed portfolios results in higher rate of return for 401(k) participants. Younger participants have the most to gain» (Charles Schwab 28th November 2007)

«A group of wealthy pensioners have been accused of kidnapping and torturing a financial adviser in Germany after he lost £2 million of their savings in the financial crisis» (Telegraph.co.uk - 23rd June 2009)

Il recepimento della Direttiva Mifid nell'ordinamento nazionale ha elevato l'attività di consulenza in materia di investimento a servizio finanziario riservato a soggetti autorizzati. La consulenza finanziaria ai risparmiatori è da sempre considerata importante ed essenziale al fine di consentire alla clientela meno esperta di conseguire positivi risultati reddituali, di evitare errori comportamentali e di ridurre rischi di portafoglio non coerenti con le aspettative di rendimento.

La teoria moderna di portafoglio fornisce una metodologia che dovrebbe ispirare il comportamento degli investitori in tema di decisioni di investimento e di allocazione del portafoglio di attività finanziarie.

Tuttavia numerosi studi empirici di finanza comportamentale hanno fornito chiare evidenze di comportamenti dei risparmiatori assai difformi dalla razionalità delle scelte di investimento.

I risultati insoddisfacenti o le perdite rilevanti del portafoglio di strumenti finanziari gestito in autonomia dal risparmiatore sono normalmente attribuibili alla mancanza di sufficiente grado di informazioni e di conoscenza degli strumenti e dei mercati finanziari oppure a comportamenti incoerenti che si sostanziano in scelte di investimento prive di metodologia e spesso influenzate da emotività e irrazionalità.

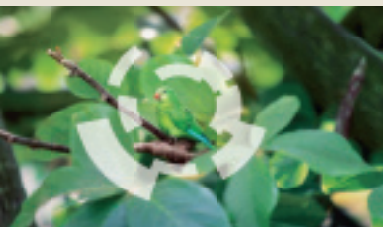
In particolare, i portafogli dei risparmiatori non assistiti da un adeguato servizio di consulenza tendono a mostrare un basso grado di diversificazione del portafoglio (concentrazione su

asset class, scarsa diversificazione internazionale, limitato numero di strumenti finanziari), una minore partecipazione al mercato azionario, un minor ricorso agli strumenti del risparmio gestito (fondi di investimento in particolare) e un eccessivo livello di movimentazione del portafoglio¹.

Il servizio di consulenza in materia di investimento è quindi un processo che prevede da un lato una componente di educazione finanziaria alla clientela e dall'altro una metodologia di allocazione e di costruzione del portafoglio fondata su strumenti appropriati.

È necessario quindi distinguere due distinte fasi del processo di consulenza che, tra l'altro, corrispondono spesso a due segmenti di risparmiatori: da un lato vi è la consulenza generica che mira ad accrescere, tramite programmi di educazione finanziaria e campagne di informazioni, il grado di conoscenze nel campo finanziario e la capacità di pianificazione finanziaria dei risparmiatori; dall'altro la consulenza professionale che mira a un'ottimizzazione del portafoglio, fornendo adeguati supporti alle decisioni di investimento e di indebitamento delle famiglie.

LA CONSULENZA FINANZIARIA «GENERICA» La consulenza di tipo generico («Money guidance») può essere definita come un processo formativo che mira all'accrescimento della capacità di pianificazione finanziaria e alla diffusione di informazioni sulle caratteristiche dei prodotti finanziari; la consulenza gene-



Mettiamo a fuoco opportunità che agli altri sfuggono

Dalla produzione alla distribuzione: il ruolo dell'investment advice



rica produce effetti positivi sul bilancio e sulla ricchezza netta delle famiglie nel medio-lungo termine².

Nella pubblicazione dell'Ocse «Improving Financial Literacy»³ viene fornita una chiara definizione del processo di consulenza finanziaria generica:

«L'educazione finanziaria è il processo attraverso il quale i consumatori/investitori finanziari migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e una consulenza oggettiva, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere consulenza e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario».

L'esigenza di una più ampia «educazione finanziaria» è cresciuta come conseguenza dello sviluppo dei mercati finanziari e dei cambiamenti demografici, economici e politici. In particolare, l'aumentata complessità e articolazione dei prodotti finanziari, l'allungamento delle aspettative di durata di vita, i cambiamenti nei regimi pensionistici sono i principali fattori che aumentano la necessità di una crescita delle conoscenze dei risparmiatori in materia finanziaria.

Numerose sono le iniziative di educazione finanziaria avviate in diversi Paesi, talvolta anche grazie all'emanazione di specifiche normative⁴; alcune autorità annoverano il tema della financial education tra le proprie funzioni istituzionali; sono stati sviluppati infine numerosi studi di valutazione dei risultati raggiunti e analisi delle possibilità di miglioramento delle iniziative già avviate⁵.

Negli Stati Uniti le iniziative di carattere pubblico e privato dedicate all'educazione finanziaria hanno ricevuto un maggiore impulso; si è sviluppata inoltre una notevole letteratura scientifica e studi empirici sul tema degli effetti dei programmi di educazione finanziaria sul comportamento e sul benessere dei risparmiatori⁶.

Lo studio di Bernheim, Garret e Maki del 2001 mette in evidenza che i laureati negli Stati nei quali sono previsti corsi obbligatori di finanza, hanno manifestato una maggiore ricchezza finanziaria in età adulta⁷.

Altre ricerche condotte al fine di porre in rilievo la correlazio-

ne tra il grado di educazione finanziaria e il comportamento dei risparmiatori non sono tuttavia giunte a risultati univoci.

Nel Regno Unito nel 2007 il ministero del Tesoro ha avviato un progetto finalizzato ad accrescere le conoscenze in campo finanziario mediante un servizio di «Generic advice» fornito gratuitamente ai cittadini; il coordinamento del progetto è stato affidato all'amministratore delegato del gruppo assicurativo Aegon, Otto Thoresen, mentre la società Deloitte è stata incaricata di sviluppare un'analisi dei costi e dei benefici di lungo termine derivanti dal progetto Thoresen⁹. Il rapporto di ricerca evidenzia che i benefici per la popolazione possono essere ricondotti a:

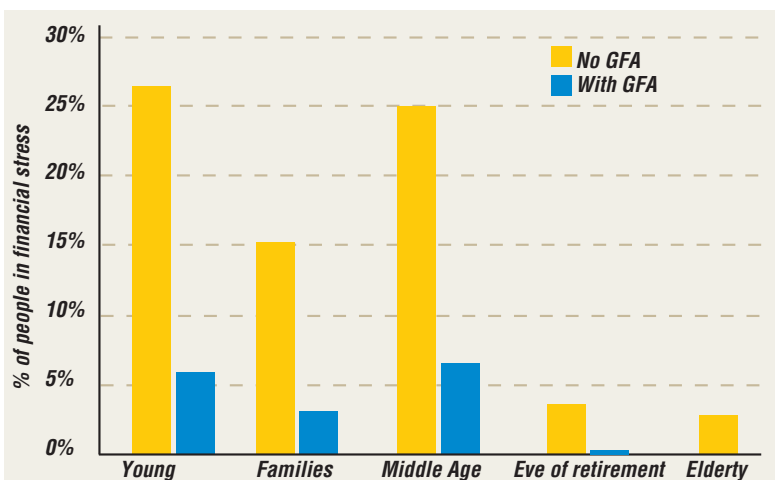
- migliore efficienza nella pianificazione finanziaria e nel budget familiare;
- migliore gestione del debito delle famiglie;
- maggiore propensione al confronto tra diversi prodotti e servizi finanziari (shopping around);
- maggiori investimenti di tipo previdenziale;
- maggiore propensione alla copertura dei rischi per caso morte o infortunio.

L'analisi, che parte dall'ipotesi conservativa che solo il 10% delle persone coinvolte nel servizio di Generic advice agiscano opportunamente secondo i suggerimenti ricevuti, perviene a risultati di notevole rilevanza: confrontando la popolazione coinvolta e non coinvolta nel servizio di consulenza generica (With Gfa versus No Gfa), la percentuale delle famiglie in una situazione di stress finanziario dovrebbe infatti diminuire fortemente da valori prossimi al 15% (25% per i più giovani) a una quota di circa il 5%.

Gli effetti stimati sulle attività e passività finanziarie della famiglia, in un orizzonte ventennale, dovrebbero consistere in una forte riduzione delle attività a breve (short-term savings) a favore di investimenti a medio-lungo termine (medium-term savings), in una forte crescita degli investimenti in strumenti previdenziali e in fondi comuni di investimento e in una riduzione delle passività (carte di credito e mutui).

Dalla produzione alla distribuzione: il ruolo dell'investment advice

PERCENTAGE OF CONSUMERS FACING FINANCIAL STRESS



fonte: Deloitte analysis

LA CONSULENZA FINANZIARIA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

Il processo di educazione finanziaria è la base di un servizio di consulenza efficace¹⁰.

L'asimmetria informativa tra gli addetti ai lavori e i risparmiatori è un fenomeno che persiste e si accresce in funzione dello sviluppo su scala globale dei mercati finanziari e dei prodotti finanziari innovativi; tuttavia la maggiore accessibilità delle informazioni finanziarie aumenta la quota dei risparmiatori «evoluti» e informati.

La crescente domanda di consulenza da parte della clientela è alimentata dalla maggiore diffusione delle conoscenze in materia finanziaria presso i risparmiatori associata a un più elevato grado di scolarità e da una maggiore disponibilità delle informazioni (internet, stampa finanziaria).

Mentre nel servizio di gestione il cliente delega al gestore le decisioni di investimento sul proprio portafoglio, nella consulenza i ruoli, e le relative responsabilità, sono diversi: il risparmiatore sceglie di farsi «consigliare» da un soggetto ritenuto più esperto e informato, ma rimane titolare della scelta finale sul proprio portafoglio; quindi un'insufficiente comprensione dei contenuti della consulenza ricevuta riduce il valore del servizio prestato.

Il grado di soddisfazione nei confronti del servizio di consulenza è associato alla capacità da parte del consulente di coinvolgere il cliente nelle scelte di investimento rendendolo edotto delle potenzialità di rendimento e dei rischi connessi a ogni scelta di investimento.

Da questa osservazione trae origine la necessità da parte del consulente di raccogliere le informazioni sul proprio cliente e di valutare attentamente il grado di conoscenza ed esperienza in materia finanziaria, gli obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e la propensione al rischio prima di avviare un rapporto continuativo di consulenza.

IL VALORE AGGIUNTO DELLA CONSULENZA È possibile identificare e misurare il valore aggiunto che un servizio di consulenza può portare alla clientela privata?

Chiunque abbia un minimo di esperienza nella valutazione dei portafogli della clientela e abbia fornito qualche tipo di assistenza ha ricavato probabilmente l'impressione che i portafogli della clientela, soprattutto se non professionalmente gestiti, si formano prevalentemente me-

dante una sommatoria di decisioni di investimento stratificate e non strutturate.

Il portafoglio è costituito cioè da singoli «pezzi» acquistati in diversi periodi di tempo, secondo logiche e motivazioni disomogenee, su consigli e raccomandazioni raccolte da fonti diverse.

Ciò vale a maggior ragione per i risparmiatori che detengono i propri titoli presso una pluralità di intermediari.

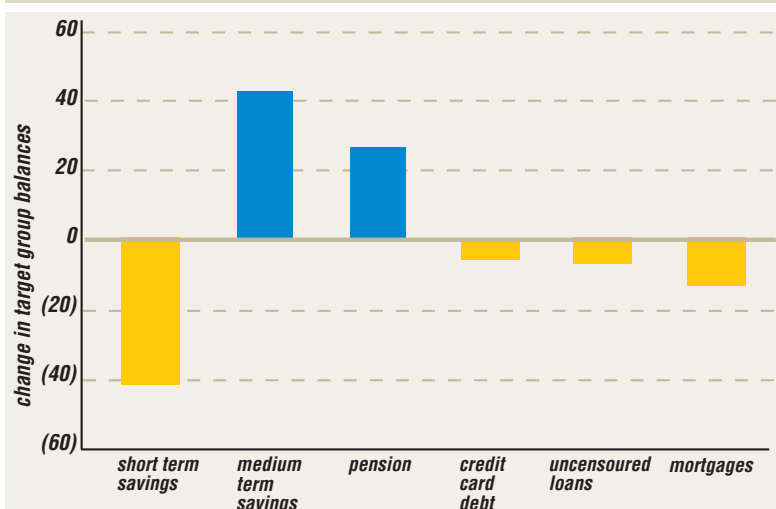
L'educazione finanziaria non consiste soltanto nel trasferimento di nozioni e di conoscenze sugli strumenti e sui mercati finanziari. Si tratta invece di «educare» il cliente a comportamenti che consentano di costruire e a mantenere il proprio portafoglio secondo principi razionali e a valutarlo correttamente con la necessaria frequenza.

In particolare il principio base della diversificazione dei rischi di portafoglio, concetto peraltro assai intuitivo, non è a tutt'oggi ben compreso dai risparmiatori¹¹. In molti casi il peso eccessivo di singoli strumenti finanziari detenuti in portafoglio ha comportato gravi perdite per i risparmiatori che non hanno saputo graduare il peso dei propri investimenti in funzione del livello di rischio.

Un secondo comportamento incoerente, sul quale esistono numerosi studi empirici, consiste nell'eccessiva rotazione del portafoglio e nella modifica, a volte drastica, dell'allocazione di portafoglio nelle fasi di elevata volatilità dei mercati, tipicamente riducendo l'esposizione verso gli strumenti rischiosi nelle fasi di più acuto ribasso dei mercati azionari¹².

I consulenti finanziari, svolgendo un ruolo attivo nei riguardi delle scelte di investimento (e di indebitamento) dei risparmiatori, possono quindi consentire un miglioramento della redditività mediante una corretta pianificazione finanziaria, un'allocazione ottimale del portafoglio e una riduzione dei costi commissionali e/o degli oneri sul debito.

CHANGES IN BALANCES OF TARGET GROUP IN 2030



fonte: Deloitte analysis

Tuttavia gli studi che hanno tentato di esaminare l'impatto del servizio di consulenza finanziaria sulle performance di portafoglio degli investitori non giungono a risultati univoci: in particolare il lavoro recente di Marc M. Kramer (2009)¹³ esamina, su un periodo di 52 mesi compreso tra il 2003 ed il 2007, i rendimenti dei portafogli di circa 16 mila investitori olandesi, una parte dei quali, il 70% circa, aveva ricevuto un supporto dai consulenti finanziari delle banche.

L'autore evidenzia una differente allocazione e struttura dei portafogli tra i due gruppi di investitori (con e senza consulenza): i dati del campione indicano infatti che i clienti che agiscono direttamente tendono a detenere una maggiore quota di azioni in portafoglio (67% contro 51%).

In una fase caratterizzata da un andamento favorevole dei mercati azionari, le performance medie mensili dei portafogli dei risparmiatori non assistiti dalla consulenza risultano di conseguenza più elevate.

Tuttavia l'analisi del rapporto di Sharpe tende invece a premiare, anche se di poco, i risparmiatori assistiti dalla consulenza, dando prova di una minore volatilità dei portafogli suggeriti dai consulenti finanziari.

Alcuni case-studies, che hanno tentato di mettere in luce il valore aggiunto della consulenza e di misurarne i risultati economici quantitativi, rappresentano interessanti esperimenti. Ne citiamo due: Axa Avenue nel Regno Unito e Charles Schwab negli Usa.

• L' esperimento sociale «Axa Avenue»

Alla fine del 2005 il gruppo assicurativo Axa si fece promotore dell'iniziativa sperimentale denominata Axa Avenue¹⁴. Questo esperimento consisteva nel verificare l'andamento della situazione finanziaria di 20 famiglie residenti nell'area di Brighton (Uk) per un periodo di dodici mesi. A dieci delle venti famiglie

veniva fornito gratuitamente un servizio di consulenza finanziaria da parte di una delle più prestigiose financial advisor inglesi, direttore generale di Heron House Financial Management di Newport, South Wales, vincitrice del «Woman Ifa of the Year Award» nel 2004.

Il servizio di consulenza offerto dalla Sig.ra Saran Allot-Davey era di carattere «generico» mentre l'esecuzione delle operazioni veniva effettuato direttamente tramite intermediari locali. Le fami-

glie destinatarie del servizio di consulenza si impegnavano soltanto a destinare in media 15 minuti al mese per l'analisi della propria pianificazione finanziaria e delle scelte di investimento.

Le famiglie interessate dichiaravano in media un reddito annuo pari a 30.000 sterline; il 60% aveva contratto prestiti personali che, in media, ammontavano a circa 14.000 sterline. I risultati economici dell'esperimento, verificati dopo dodici mesi, si rivelarono di un certo interesse:

- il gruppo di famiglie che aveva ricevuto la consulenza evidenziava un guadagno complessivo di 50.000 sterline rispetto al gruppo che non aveva ricevuto consulenza; tale risultato rifletteva sia un incremento di risparmio sia una riduzione del debito con un incremento della ricchezza finanziaria netta pari al 4,75%;
- il debito personale o carte di credito era diminuito del 22%, complessivamente di 30.000 sterline;
- i maggiori investimenti di carattere previdenziale avevano innalzato di circa 3.000 sterline le aspettative sulle future prestazioni pensionistiche.

• Il servizio di consulenza di Charles Schwab (2004-2006)

La banca americana on-line Charles Schwab offre gratuitamente ai propri clienti partecipanti ai piani pensionistici 401(k) un servizio di consulenza denominato Schwab Personal Retirement Planning, servizio di consulenza fornito dalla società Guided Choise. Mediante tale servizio, la banca assiste la propria clientela nella scelta del fondo pensionistico e nell'allocazione degli investimenti.

Nel 2006 i clienti che avevano utilizzato il servizio di consulenza erano 7.000, mentre i clienti che avevano agito autonoma-

Dalla produzione alla distribuzione: il ruolo dell'investment advice

Participant Segment	Non-Target Non-Advice Participant Rate of Return	Advice Participants (>1 year) Rate of Return
Ages 25 or under	9.33%	14.00%
Ages 25-35	11.08%	14.45%
Ages 35-45	11.40%	14.30%
Ages 45-55	11.27%	14.01%
Ages 55-65	10.75%	13.20%

Excluding Money Market Assets	Broker Channel	Direct Channel
Mean Excess Return (beyond T-bill) per Month	0.32%	0.39%
Standard Deviation of Monthly Excess Returns	2.91%	3.47%
Sharpe Ratio	0.1106	0.1120

mente erano circa 355.000.

Nel novembre 2007 la società diffuse un comunicato¹⁵ nel quale venivano messi a raffronto i dati di performance ottenuti dai clienti che avevano aderito a tale servizio con i rendimenti dei clienti che avevano agito autonomamente.

Il primo gruppo aveva ottenuto nel 2006 un risultato medio del 14,1% contro l'11,1% realizzato dal secondo gruppo di clienti. Nel 2005 le performance dei due gruppi erano rispettivamente pari al 9,2% e 6,6%.

Jim McCool, executive vice president di Schwab Corporate & Retirement Services, commentando i risultati, metteva in luce che i vantaggi del servizio di advice erano più consistenti nelle fasce generazionali più giovani: nella fascia dei clienti fino a 25 anni la differenza di rendimento nel 2006 era infatti di quasi 5 punti percentuali.

IL VALORE DELL'INDIPENDENZA NELLA PRESTAZIONE DEL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI Una delle condizioni essenziali affinché la consulenza in materia di investimenti raggiunga gli obiettivi desiderati consiste nell'indipendenza dei soggetti che prestano tale servizio alla clientela.

Le raccomandazioni e i consigli sugli strumenti finanziari, forniti dai consulenti ai propri clienti, non devono cioè essere condizionati o distorti da conflitti di interesse, da agevolazioni o incentivi a favore del consulente che possono mettere a repentaglio il dovere di agire in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti¹⁶.

Nel Regno Unito il processo di revisione normativa che intende modificare profondamente il mercato della distribuzione «retail» dei prodotti finanziari (Retail distribution review) prevede, a partire dal 2012, una suddivisione degli attuali Indepen-

dent financial advisor (Ifa) in due categorie: Independent e Restricted. I consulenti, per poter definirsi «indipendenti», dovranno da un lato offrire raccomandazioni selezionando fra tutti i prodotti finanziari presenti sul mercato e dall'altro rimuovere ogni rapporto con intermediari o case prodotte che possano influenzare o condizionare le raccomandazioni di investimento mediante forme di incentivi.

La Financial service authority ha chiaramente indicato l'intenzione di pervenire a un sistema di remunerazione del servizio di consulenza nel quale la parcella pagata dal cliente sostituisca completamente

la retrocessione di commissioni da parte delle case prodotte a favore del consulente.

In Italia il quadro normativo che disciplina il settore dei consulenti indipendenti è ancora in fase di definizione. Il decreto ministeriale del 30 dicembre 2008 prevede, come condizione di accesso all'Albo dei consulenti, il rispetto di precise condizioni di indipendenza: il divieto di percepire retrocessioni da case prodotte e l'assenza di ogni tipo di rapporto professionale con intermediari finanziari.

L'importanza del requisito di indipendenza nella prestazione di un servizio di consulenza è a priori intuibile. Tuttavia alcuni studi accademici hanno fornito prove empiriche della relazione tra grado di indipendenza e valore aggiunto della consulenza.

In un recente studio Daniel Bergstresser, John Chalmers, Peter Tufano¹⁷, analizzando il fenomeno della distribuzione al pubblico dei fondi di investimento negli Stati Uniti, hanno messo a confronto i risultati ottenuti tramite il canale dei broker e dei financial advisor rispetto a quelli realizzati mediante investimenti diretti da parte della clientela.

Gli autori, che prendono in esame una serie storica che copre il periodo tra il 1996 e il 2004, giungono alla conclusione che non vi è evidenza di una sostanziale differenza nei rendimenti medi realizzati dai due gruppi.

La selezione dei fondi da parte del canale degli advisor rivela una maggiore propensione a consigliare investimenti in prodotti caratterizzati da una struttura commissionale più sfavorevole per il cliente ma più remunerativa per l'advisor; le commissioni di ingresso pagate dai clienti sotto consulenza sono maggiori per un importo compreso tra 300 e 400 punti base, mentre per le commissioni annuali di distribuzione (denominate 12 b-1) si

osserva una differenza media di 40 punti base.

Anche per quanto riguarda l'asset allocation, il portafoglio aggregato degli advisor evidenzia una performance aggiustata per il rischio assai simile al portafoglio aggregato dei clienti diretti.

CONCLUSIONI Il servizio di consulenza in materia di investimenti può creare un importante valore aggiunto per il cliente.

Affinché la consulenza finanziaria abbia successo, essa deve essere fondata su un processo che prevede l'acquisizione di informazioni sul grado di conoscenza ed esperienza in materia finanziaria, sugli obiettivi di investimento e sulla propensione al rischio del cliente.

Il consulente deve inoltre dimostrare la capacità di trasferire le proprie conoscenze e informazioni al fine di rendere edotto il cliente delle motivazioni alla base delle proprie raccomandazioni, delle opportunità e dei rischi associati alle scelte di investimento.

Il requisito dell'indipendenza e un adeguato grado di qualificazione professionale del consulente sono infine condizioni essenziali al fine di assicurare la qualità del servizio di consulenza professionale.

1 Fisher R., Gerhardt R, 2007 «Investment mistakes of individual investors and the impact of financial advice».

2 H.M. Treasury, «Financial capability: the Government's long-term approach»
3 OECD. (2005). *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*. P. 26.

4 Si noti che la consulenza generica non rientra nell'applicazione della Direttiva Mifid: «Una consulenza generica in merito a un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, poiché... la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza riferita a determinati strumenti finanziari». Considerando 81 della Direttiva 2006/73/CE.

5 Trifilidis M., 2009, *L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, Consumatori, Diritto e Mercato n. 2/2009.

6 Il Fair and Accurate Transactions Act, approvato dal Congresso nel 2003, prevede la costituzione di un gruppo di 19 agenzie federali, con il coordinamento del Dipartimento del Tesoro. Il gruppo, denominato Financial Literacy and Education Commission, ha come obiettivo esplicito l'innalzamento dell'educazione finanziaria del popolo americano. Nel 2006, il Dipartimento del Tesoro ha realizzato un progetto strategico e una guida operativa, denominata *Taking ownership of the future: The National Strategy for Financial Literacy*. Il lavoro discute una varietà di tematiche importanti, quali la programmazione dell'acquisto

di una casa, la gestione della propria credit history, i risparmi destinati ai contributi pensionistici, ed è rivolto a una pluralità di destinatari, del settore sia privato sia pubblico.

Una rassegna estesa delle iniziative sviluppate negli Stati Uniti è contenuta in: Jeanne M. Hogarth, *The Federal Reserve System's Role in Economic and Financial Literacy - Rationale, Activities, and Impact*, Federal Reserve Board, U.S.A. 1 Paper prepared for 35th Oesterreichische Nationalbank (OeNB) Economics Conference Human Capital and Economic Growth May, 2007.

7 Bernheim, B. D., Garrett, D.M., Maki, D. M. (2001). *Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates*. *Journal of Public Economics*, 80, 435-465.

8 Thoresen Review og generic financial advice: final report, Marzo 2008.

9 Deloitte, *Thoresen Review of Generic Financial Advice. Report on the cost-benefit analysis of providing Generic Financial Advice and an assessment of possible industry funding approaches*. 20 February 2008.

10 Una ricerca condotta dal Consorzio Patti Chiari in collaborazione con The European House-Ambrosetti (Novembre 2008) rileva che il 77% dei risparmiatori italiani non si sente in grado di gestire in autonomia i propri risparmi.

11 In una ricerca pubblicata da Maarten Van Rooij, Anna Maria Lusardi e Rob Alessie «Financial Literacy and Stock Market Participation» (Aprile 2007), nella quale vengono presentati i risultati di un'indagine sul grado di conoscenza in materia finanziaria di circa 1.500 famiglie olandesi, viene evidenziato che circa la metà del campione risponde erroneamente alla domanda se un fondo di investimento azionario è più rischioso di una azione di una singola società quotata.

12 Negli ultimi 20 anni a fronte di un rendimento annuale dell'indice della Borsa americana S&P 500 dell'8,35%, il guadagno medio degli investitori in fondi azionari, la cui performance è assai prossima al rendimento dell'indice azionario Usa, è stato dell'1,87% (Dalbar 2009 *Quantitative Analysis of Investor Behaviour*). In Italia alcune analisi dei risultati conseguiti dai sottoscrittori di Fondi di Investimento hanno prodotto risultati simili.

13 Kramer M.M., 2009, *Investment Advice and Individual Investor Portfolio Performance*, University of Groningen.

14 AXA's Response to Thoresen Review: «Call for Evidence» (published in March 2007) - Appendice 1. «About Axa Avenue».

15 Charles Schwab, «New Schwab data indicates use of advise and professionally managed portfolios results in higher rate of return for 401(k) participants. Younger participants have the most to gain» (Charles Schwab News Release, 28th November 2007).

16 La Direttiva Mifid 2004/39/CE richiama il principio generale al quale devono essere sottoposte le società che prestano servizi di investimento: esse devono agire «in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti» (art.19). Nella Direttiva della commissione 2006/73/CE del 10 agosto 2006, al «Considerando» 39 si richiama il principio secondo il quale «la ricezione da parte dell'impresa di investimento di una commissione in relazione ad una consulenza in materia di investimenti o a raccomandazioni generali» viene «considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente» solo se «la consulenza o le raccomandazioni non siano distorte a seguito della ricezione della commissione».

17 Bergstresser D., Chalmers J., Tufano P., 2007, *Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry*.