

Digital Wealth Management

La frontiera per investimenti
finanziari consapevoli

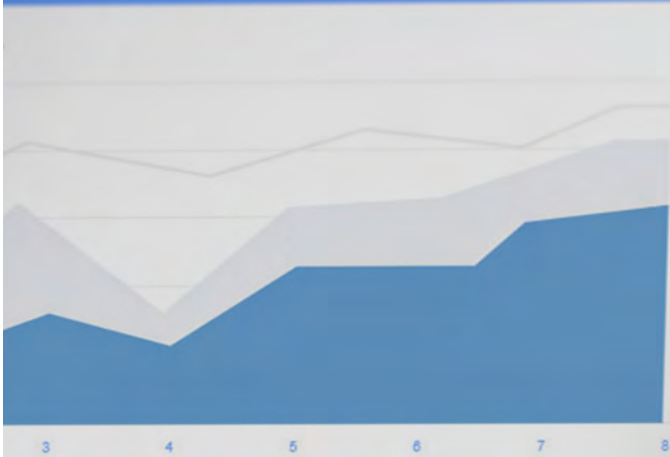
Indice



L'educazione finanziaria in Italia	04
1.1 La situazione italiana e mondiale	05
1.2 I benefici di una Strategia nazionale e il piano italiano	06
1.3 Spunti di riflessione per una Strategia nazionale efficace	08
 Progetto Leonardo	 10
2.1 Presentazione Progetto Leonardo	11
2.2 Risultanze principali della Survey	11
 Prospettive di investimento per gli italiani	 14
3.1 Le scelte di investimento degli italiani	15
3.2 La ricchezza degli italiani in un'ottica di rischio-rendimento	18
 La frontiera delle soluzioni di investimento automatizzate	 20
4.1 L'evoluzione delle esigenze della clientela nel settore del <i>Wealth Management</i>	21
4.2 FinTech e <i>Robo Advisory</i> : il panorama italiano e mondiale	22
4.3 L'investimento automatizzato: analisi delle performance dei <i>Robo Advisor</i>	26
 Bibliografia	 33

L'educazione finanziaria in Italia

CHART - VISUAL



e and what are their needs? This can help you better articulate business with you and deliver a smarter product or service.



18,321
REGISTERED USERS



B)

al is to increase sales
vantage over other
short term and long
ating that has to do
company's situation
ctives. The objectives
you gain sales by
customers.

pe convey effective
twist of marketing
optimize your sales
activities.

375 Mb

used

250 Mb
available



L'educazione finanziaria è diventata negli ultimi anni un punto chiave nelle agende governative di molti Paesi; la preoccupazione, accresciutasi dopo la crisi, è che i cittadini, pur avendo a disposizione un volume di informazioni senza precedenti, possano avere difficoltà nel decifrarle adeguatamente, prendendo decisioni svantaggiose per le loro finanze personali e con potenziali ripercussioni sulla ricchezza nazionale.

La finanza è ormai parte integrante della quotidianità di ognuno: l'assicurarsi un reddito sufficiente al termine della propria esperienza professionale, la capacità di pianificare i bisogni della propria famiglia o anche richiedere un mutuo per l'acquisto di un'abitazione sono responsabilità dei singoli cittadini e richiedono la capacità di valutare rischi ed opportunità connessi con l'investimento delle proprie risorse.

Globalmente, un adulto su tre non è in grado di rispondere a domande che richiedono livelli relativamente bassi di conoscenza finanziaria¹, con la conseguente difficoltà a rapportarsi consapevolmente con decisioni finanziarie articolate. In aggiunta, la diffusione di strategie di offerta multicanale e la concreta possibilità di acquisire prodotti finanziari tramite qualsiasi strumento digitale non fanno che contribuire ad accrescere la rilevanza del tema dell'educazione finanziaria.

Negli ultimi anni si sono susseguite numerose indagini per stimare il livello di educazione finanziaria per un paniere numeroso di Paesi, con risultati che si sono dimostrati deludenti per l'Italia, lì dove è stato registrato un livello di educazione pari al 37%², al di sotto di quanto raggiunto dalle principali economie avanzate. Risultati poco incoraggianti hanno indotto numerosi Paesi (es. Canada e Regno Unito), nell'ultimo decennio, ad attivare enti ed organizzazioni che dessero vita a una strategia di educazione finanziaria nazionale per monitorare costantemente la situazione e contribuire al miglioramento del livello di conoscenza per specifici *target* della popolazione.

Analogamente, l'Italia ha avviato recentemente una Strategia nazionale per incentivare l'educazione finanziaria, i cui risultati sono lontani dal poter essere misurati ma la cui direzione, e relativa efficacia, può essere definita alla luce delle iniziative già realizzate in passato

da altri Governi nazionali. Sono molteplici le ragioni che hanno portato a questo senso di urgenza nelle agende nazionali, dalla necessità di programmare finanziariamente il proprio futuro alla profondità di offerta dei prodotti finanziari, ma l'obiettivo rimane unico: fornire alla popolazione gli strumenti necessari per una gestione delle risorse personali in coerenza con i propri obiettivi di breve e medio-lungo termine.

1.1 La situazione italiana e mondiale

L'educazione finanziaria è definita come *“una combinazione di consapevolezza, conoscenza, abilità, attitudine e comportamento necessari per prendere decisioni finanziarie sane e, in ultima analisi, raggiungere il benessere finanziario individuale.”* (High-level Principles on National Strategies for Financial Education, 2012).

Nelle principali indagini sul tema, il grado di educazione finanziaria viene generalmente misurato dalla capacità di rispondere correttamente a domande finanziarie base lungo quattro direttrici principali:

1. diversificazione del rischio;
2. inflazione;
3. calcolo degli interessi;
4. capitalizzazione degli interessi.

Il livello di educazione misurato in Italia (37%), maggiore unicamente a quello del Portogallo (26%) tra i Paesi dell'Eurozona, risulta essere ancora più critico se confrontato con il nucleo di Paesi che compongono il G20, quali ad esempio Canada (68%) o Germania (66%). Anche in quest'ultimo confronto, l'Italia risulta penultima, un'anomalia se si considera come la relazione fra educazione finanziaria media e sviluppo economico di un Paese sia stata ampiamente comprovata e l'Italia presenti livelli di educazione paragonabili a quelli delle economie in via di sviluppo piuttosto che a quelle mature.

Soffermendosi un attimo sulle determinanti del livello di educazione finanziaria nel nostro Paese, la maggior parte dei cosiddetti *millennials*³ non conosce adeguatamente il concetto di inflazione e, in generale, mostra un livello di competenza più basso rispetto alle generazioni precedenti sulle nozioni basilari di finanza. Questa divergenza potrebbe essere in parte giustificata dalla distanza temporale che caratterizza questa classe demografica con riferimento a scelte

1 Batsaikhan, Demertzis, Uuriintuya. 2018. “Financial literacy and inclusive growth in the European Union”.

2 Financial Literacy around the World, 2015.

3 Individui nati dal 1981 al 1999

finanziarie rilevanti (es. acquisto di un’abitazione, pianificazione della pensione, etc.) ma razionali più solidi sarebbero da ricercare in una mancanza di supporto da parte del sistema educativo nel suo complesso. Questo appare ancora più evidente se si considera la bassa correlazione tra il livello di educazione dei giovani italiani in matematica e lettura e le loro conoscenze in materia finanziaria. Di fatti, come mostrano i risultati dell’indagine PISA 2015, solo il 42% degli studenti⁴ ha ottenuto *performance* in materia finanziaria in linea o superiori rispetto a quanto prevedibile sulla base dei risultati ottenuti in matematica e lettura.

In Italia, spesso, le soluzioni “fai da te” rappresentano la regola quando si considerano investimenti di carattere finanziario. Questo dato è il risultato di numerosi fattori, tra cui spiccano una sopravvalutazione delle proprie capacità (soprattutto tra gli uomini e i laureati) ed una generalizzata sfiducia verso gli intermediari finanziari, con gli italiani restii ad affidarsi a professionisti del settore (solo un quarto decide di investire dopo aver ricevuto una consulenza), preferendo consigli di parenti e/o amici.

Combinando quindi al basso livello di educazione finanziaria, che caratterizza il nostro Paese, una serie di fattori endogeni di natura culturale, è possibile sintetizzare tre messaggi chiave:

1. **All’Italia non serve un’educazione, ma una vera e propria alfabetizzazione finanziaria**
La mancanza diffusa di competenze basilari impedisce scelte consapevoli nel quotidiano, causando potenziali effetti negativi sulla finanza delle singole famiglie;
2. **I più giovani hanno accesso ai mezzi, ma necessitano dei contenuti**
Un’educazione “anticipata” può ridurre considerevolmente il divario esistente tra i giovani italiani e quelli dei Paesi più educati finanziariamente, a condizione di considerare adeguatamente le aspettative e le necessità delle nuove generazioni (es. canali di comunicazione digitali, etc.);
3. **L’educazione finanziaria è connessa con l’adozione di servizi di consulenza finanziaria**
Un miglioramento del livello generale di educazione finanziaria può avere effetti positivi che non si limitano alle finanze delle singole famiglie ma hanno diretta rilevanza per il settore dell’*Asset & Wealth Management*.

1.2 I benefici di una strategia nazionale e il piano italiano

Nell’ultimo decennio, numerosi sforzi sono stati compiuti a livello globale ed europeo per trasmettere la necessità di un’azione congiunta da parte di istituzioni nazionali e organizzazioni private per aumentare l’alfabetizzazione finanziaria degli individui.

La necessità di un’educazione finanziaria può essere ricondotta a sei aree di interesse⁵, parte delle quali verranno dettagliatamente trattate nei prossimi capitoli del presente *Report*:

1. **Maggiore probabilità di pianificare la pensione e di farlo con maggiore accumulo**
Con l’aumento delle aspettative di vita e la diminuzione dei tassi di natalità, i sistemi di previdenza sociale faticano a sostenere i livelli di prestazione garantiti in passato e spostano parte della responsabilità del finanziamento pensionistico da governi e imprese ai singoli lavoratori, spesso privi degli strumenti necessari per prendere decisioni consapevoli. In generale, competenze più avanzate in campo finanziario determinano una maggiore diversificazione del portafoglio pensionistico, con rendimenti attesi superiori e costi ridotti.
2. **Diversificare il portafoglio di investimento**
È importante che il portafoglio si adatti organicamente alle necessità peculiari del ciclo di vita dei singoli, considerando varie opzioni di investimento. Nonostante la diminuzione del peso relativo degli investimenti reali, il portafoglio degli italiani presenta ad oggi un basso grado di diversificazione caratterizzato da elevati livelli di liquidità. Tale composizione del portafoglio è in parte dovuta ad una generalizzata diminuzione dei rendimenti dei titoli governativi (attività finanziaria preferita dagli italiani) e solo parzialmente controbilanciata da un aumento della ricchezza destinata ad investimenti in attività gestite. Gli italiani continuano comunque a mantenere una quota ridotta del proprio patrimonio investita in attività finanziarie nonostante sia stato dimostrato che la completa astensione da investimenti finanziari porti ad una potenziale perdita di welfare.

⁵ Financial literacy and inclusive growth in the European Union, 2018.

⁴ Si riferisce ad un campione di studenti di 15 anni di età

3. **Maggiore consapevolezza nel processo di richiesta di prestiti**

Le persone con livelli di alfabetizzazione finanziaria ridotti tendono ad accettare costi di transazione più elevati, incorrere in commissioni fuori mercato e finalizzare prestiti a tassi generalmente più elevati. Considerando che il livello di indebitamento delle famiglie in Italia, sebbene più contenuto rispetto alla media europea, è di circa il 40% del PIL, la corretta valutazione delle opzioni di finanziamento rappresenterebbe comunque una leva di ottimizzazione delle risorse non trascurabile.

4. **Migliore allocazione delle risorse**

Le decisioni a breve termine hanno un impatto sulla possibilità di guadagno nel lungo periodo. Un buon livello di educazione finanziaria può aiutare la popolazione a meglio comprendere i rischi e i ritorni delle diverse tipologie di investimento e permettere conseguentemente un'allocazione efficiente delle proprie risorse, garantendo un buon livello di sicurezza finanziaria al singolo individuo lungo l'arco della sua vita.

5. **Aumento della pianificazione e del risparmio per le categorie a maggiore rischio**

È possibile attuare programmi di educazione finanziaria rivolti a specifiche categorie a maggior rischio (es. individui a basso reddito, etc.) con costi contenuti e tempi ridotti, producendo benefici finanziari quasi immediati (es. maggiori risorse investite in conti di risparmio supplementari, etc.).

6. **Maggiore risparmio e pianificazione dei comportamenti per bambini e giovani adulti**

L'istituzione di programmi educativi per i più giovani risulta fondamentale per crescere generazioni future più consapevoli e abili nel gestire l'incertezza del panorama pensionistico e di investimento.

Coerentemente con le direttive dell'OECD e dell'Unione Europea che hanno la finalità di migliorare il livello di alfabetizzazione finanziaria, il Governo italiano ha varato una Strategia nazionale con relativo piano triennale con l'obiettivo di raggiungere *“uno stato in cui conoscenza e competenze finanziarie siano disponibili a tutti, perché ciascuno possa costruire un futuro sereno e sicuro”* (*Quello che conta*, 2017). I principali destinatari della Strategia nazionale individuati, con le relative modalità di comunicazione, sono:

1. **L'intera popolazione**

È stato istituito il portale *Quello che conta*, che tratta le principali tematiche in ambito finanziario, assicurativo e previdenziale. Il sito provvede a dispensare consigli in un linguaggio appositamente semplice e fornire supporto per le decisioni quotidiane. Al portale verranno in futuro affiancati appositi strumenti didattici (es. video tutorial, etc.) e strumenti per dare una connotazione pratica alle conoscenze acquisite. In Italia verrà anche istituito un mese dedicato all'alfabetizzazione sui temi finanziari, sulle orme di quanto fatto in altri Paesi (es. Canada, etc.).

2. **I giovani**

Sono numerose le attività già in corso e programmate con l'obiettivo di ottimizzare le competenze finanziarie fra i più giovani. Gran parte delle iniziative prevederanno il coinvolgimento diretto del Ministero dell'Istruzione e verranno quindi veicolate tramite programmi scolastici ad-hoc, con l'obiettivo non solo di stimolare gli studenti ma anche di sensibilizzare gli insegnanti sul tema.

3. **Gli adulti**

La Strategia definisce chiaramente una serie di iniziative da svolgere direttamente nei luoghi di lavoro, per supportare i lavoratori stessi nella gestione delle loro risorse e nella programmazione finanziaria di breve e medio-lungo termine. Anche in ambienti lavorativi, sono previsti strumenti didattici ed altri con risvolto maggiormente pratico (es. giochi, simulazioni, etc.).

4. **Gruppi maggiormente vulnerabili (es. anziani, migranti, etc.)**

I canali di comunicazione già esistenti verranno utilizzati per veicolare messaggi ed informazioni ad-hoc per le categorie maggiormente vulnerabili, dando loro gli strumenti necessari per prendere decisioni maggiormente consapevoli.

5. **I piccoli imprenditori**

La Strategia prevede la collaborazione diretta con associazioni di categoria (es. Unioncamere, etc.) con l'obiettivo di accrescere l'educazione finanziaria tra gli imprenditori italiani e tra le categorie maggiormente esposte a rischi di natura finanziaria e a responsabilità occupazionali.

In sintesi, l'obiettivo della Strategia è quello di fornire un servizio alla popolazione e al Paese stesso, alimentando un circolo virtuoso tra istituzioni e individui. La sfida lanciata è indubbiamente ambiziosa, ma gode del sostegno delle Autorità ed ha la possibilità di sfruttare un contesto in parte già svezato da iniziative pregresse.

All'interno del complesso panorama di iniziative pregresse e potenziali, non è da sottovalutare il ruolo importante rappresentato dai canali di comunicazioni aperti dalle nuove tecnologie.

Di fatti queste ultime non devono unicamente essere considerate nell'ottica di una strategia multicanale di diffusione e miglioramento del grado di educazione finanziaria bensì valutate come strumento principale di inclusione finanziaria, da intendersi come innovativa modalità di accesso della più ampia platea possibile ad una pluralità di servizi e prodotti finanziari, dai prodotti bancari standard sino alla consulenza specialistica in materia di investimenti.

1.3 Spunti di riflessione per una Strategia nazionale efficace

Essendo la Strategia nazionale ancora nelle prime fasi (il censimento delle conoscenze ad oggi è ancora in corso), è difficile riuscire a stimare l'effetto delle attività intraprese fino ad ora, ma potrebbe essere più semplice adattare e modellare le iniziative sulla base delle più recenti raccomandazioni accademiche e dei risultati delle Strategie portate avanti negli anni da altri Paesi. L'obiettivo nazionale deve essere quello di proporre un programma che riesca ad accrescere la consapevolezza degli individui riguardo tematiche finanziarie, facendo leva sulle iniziative che si sono dimostrate storicamente più efficaci in altri Paesi con una condizione di partenza comparabile al caso italiano.

Studi recenti indicano come gli approcci più efficaci nel sortire effetti persistenti sui comportamenti finanziari degli individui comprendano tecniche che hanno la capacità di combinare elementi comportamentali e/o psicologici e siano erogati con tempistiche definite.

In termini di tempistiche, alcuni Paesi, quali il Regno Unito, hanno adottato nel tempo iniziative di istruzione *just in time*, ovvero corsi disegnati per fornire elementi di teoria finanziaria a ridosso della singola scelta e/o azione da intraprendere per il singolo individuo. Iniziative proposte con queste modalità di erogazione si sono dimostrate maggiormente in grado di influenzare il comportamento finanziario degli individui coinvolti rivelando come le competenze pratiche acquisite, se non adottate prontamente, tendano ad influenzare i comportamenti in maniera inversamente proporzionale rispetto alle tempistiche di applicazione. In aggiunta, oltre al collocamento temporale dell'iniziativa, anche la sua durata temporale ha un impatto diretto, con programmi di durata superiore che presentano impatti maggiori sui partecipanti rispetto ad iniziative con una durata complessiva inferiore. È bene sottolineare come un sistema di formazione *just in time* non sia in contrasto con l'adozione di iniziative dirette tramite il sistema scolastico. Al contrario, un processo di formazione scolastica è necessario, in giovane età, per consentire la comprensione di concetti finanziari base e deve essere affiancato, in età adulta, da una formazione *just in time* che arricchisca le competenze base proponendo scenari concreti e specifici. Un ulteriore elemento a favore di una Strategia che preveda il diretto coinvolgimento del sistema scolastico è dato dall'evidenza di come la natura volontaria o obbligatoria delle iniziative di educazione finanziaria non abbia una diretta influenza sul grado di apprendimento delle nozioni per i singoli partecipanti.

Quanto proposto dovrebbe essere coniugato a tecniche mirate a influenzare positivamente i comportamenti dei consumatori. L'inclusione di strumenti psicologici e sociologici, così come degli spunti provenienti dalla finanza e dall'economia comportamentale, aiuterebbe l'effettiva applicazione dei concetti educativi appresi. La considerazione da una parte dei bisogni e dall'altra delle migliori modalità di formazione dei diversi segmenti della popolazione creerebbe una condizione per cui le nozioni vengano non solo apprese, ma anche applicate.

In quest'ottica, si possono prendere a riferimento i Paesi che nelle statistiche internazionali risultano essere i più finanziariamente educati e che hanno attivato da tempo delle strategie a livello nazionale. Un esempio virtuoso è indubbiamente rappresentato dal Regno Unito, il cui programma per il quinquennio 2006-2011, risulta simile per gruppi di riferimento e attività al programma triennale proposto dal Governo italiano⁶.

La prima Strategia nazionale britannica ha dovuto fare i conti con gli effetti collaterali della recente crisi finanziaria e con la conseguente riorganizzazione degli enti sotto cui la strategia era stata attivata, causando ad esempio modifiche alle modalità di misurazione che hanno reso

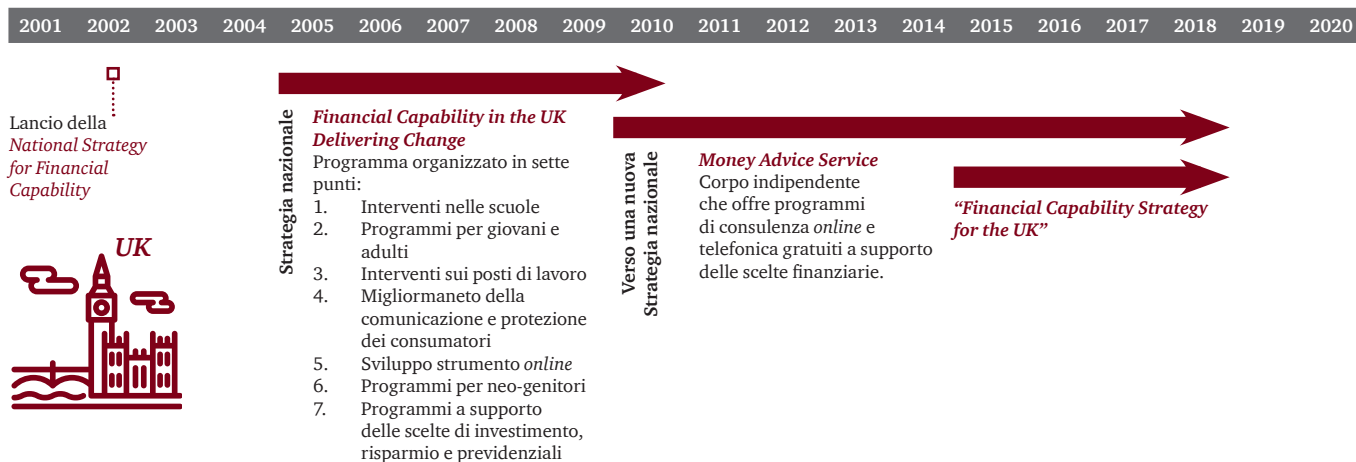
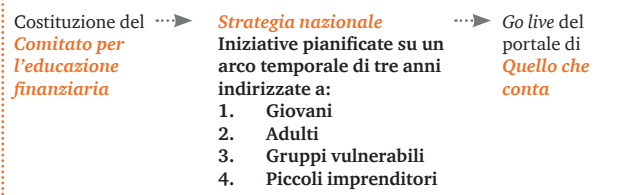
più difficile la comparazione dei risultati negli anni. Ciononostante, gli effetti sulla popolazione britannica sono stati evidenti, dimostrando come iniziative predisposte adeguatamente abbiano effetti diretti nelle scelte finanziarie quotidiane dei cittadini (es. incremento delle statistiche legate al controllo dei propri risparmi, etc.). In conclusione, la Strategia nazionale rappresenta un primo passo indispensabile e ha buone prospettive di risultato davanti a sé qualora la maggior parte delle risorse venga concentrata in attività di alfabetizzazione finanziaria disegnate ad-hoc per i diversi *target* di popolazione, con un posizionamento temporale ed una durata adeguata e che prevedano dinamiche interattive e/o strumenti per applicare in via pratica le nozioni trasmesse, adattandosi così alle esigenze degli individui lungo il loro ciclo di vita.

6 Il piano inglese aveva infatti delineato sette punti di intervento nell'arco dei cinque anni: (1) interventi nelle scuole, (2) programmi per giovani adulti, (3) seminari nei luoghi di lavoro, (4) miglioramento della comunicazione e protezione dei consumatori, (5) sviluppo di strumenti online, (6) informazione ai neogenitori e (7) sviluppo di un sistema imparziale per consigli su scelte previdenziali, di investimento e di risparmio.

Figura 1

Principali iniziative istituzionali

Italia



Progetto Leonardo



2.1 Presentazione Progetto Leonardo

Nella prima metà del 2018, PwC ha lanciato il Progetto Leonardo, un'iniziativa avviata con partner istituzionali (ASSOSIM) ed industriali (Deus Technology), al fine di perseguire un triplice obiettivo:

- approfondire le determinanti legate alle scelte di investimento degli italiani;
- fornire una linea guida facile ed immediata per evidenziare i benefici di una gestione automatizzata del proprio portafoglio;
- indagare il contesto italiano in termini di educazione finanziaria e di propensione verso soluzioni di investimento innovative.

Con l'intento di perseguire questi obiettivi, nell'ambito del Progetto, è stato creato un portale *online* interattivo volto ad attivare un percorso di educazione finanziaria accessibile e comprensibile a tutti i potenziali investitori del mercato italiano.

All'inizio del percorso disponibile sul portale, gli utenti vengono guidati nella selezione del proprio profilo di investimento attraverso l'identificazione dei propri obiettivi e delle preferenze di rischio e rendimento. Una volta selezionato il proprio profilo di investimento, la piattaforma simula il rendimento di un portafoglio modello corrispondente al profilo selezionato su un orizzonte temporale di cinque anni, mostrando le diverse performance che lo stesso investimento otterrebbe se gestito in assenza o in presenza di una soluzione di investimento automatizzata. È importante sottolineare che i dati su cui si basa la simulazione sono dati reali che, una volta adattati al profilo di rischio, vengono proiettati nel futuro, dando una visione concreta delle possibilità che la tecnologia offre attualmente. Il risultato che emerge chiaramente è un significativo divario che gioca a favore della tecnologia in termini di guadagno, efficienza, rischio e perdita massima. Inoltre, il portale presenta una sezione formativa nella quale vengono approfonditi i concetti utilizzati per valutare la bontà dell'investimento, offrendo all'utente l'opportunità di approfondire alcune tematiche finanziarie di interesse, quali ad esempio indicatori di rischio e/o performance del proprio portafoglio.

Infine, l'interazione dell'utente con il portale si conclude con un questionario volto a comprendere il livello di consapevolezza finanziaria e di propensione del soggetto verso soluzioni finanziarie innovative, con particolare riferimento a soluzioni di *Digital Wealth Management*.

2.2 Risultanze principali della Survey

Grazie ad un'efficace sponsorizzazione del Progetto Leonardo attraverso molteplici canali comunicativi (es. sito aziendale delle società coinvolte, *social network*, *forum* di settore e numerosi giornali nazionali *online*, etc.), in soli due mesi il questionario ha ricevuto più di mille compilazioni, costituendo una base dati soddisfacente in termini di una equilibrata distribuzione del campione per caratteristiche anagrafiche (dagli under 18 agli over 65) e di istruzione (dal diploma elementare sino al dottorato universitario) eterogenee.

L'analisi dei risultati dell'indagine è stata svolta incrociando le risposte fornite dai partecipanti alle diverse domande con l'intento di investigare quattro dimensioni principali: l'educazione finanziaria, il grado di digitalizzazione, la propensione al cambiamento ed all'adozione di soluzioni di investimento automatizzate quali il *Robo Advisory*.

Educazione finanziaria

Il livello di educazione finanziaria è stato misurato dall'indagine attraverso un'autovalutazione di carattere qualitativo dei rispondenti. Ai soggetti è stato richiesto di classificare la propria conoscenza degli strumenti finanziari in quattro categorie (i.e. *basica*, *bassa*, *media*, *elevata*). Ciò che è emerso è che solamente una persona su cinque dichiara di avere una conoscenza elevata, mentre una su tre dichiara di avere una conoscenza *basica* o *bassa*. È interessante sottolineare come questi risultati assumano connotazioni differenti se valutati in maniera differenziata per le diverse fasce anagrafiche di popolazione. Mentre poco più del 30% dei rispondenti tra i 46 e i 55 anni si dichiara finanziariamente educato, questa percentuale crolla al di sotto del 20% se si considerano le fasce di età agli estremi del

campione, con rispettivamente il 19% (under 26) ed il 16% (over 65). Se per la fascia più anziana del campione, le risultanze dell'indagine potrebbero essere spiegate da un livello medio di istruzione inferiore, il dato sulla popolazione più giovane è da considerarsi alquanto allarmante. Di fatti, nonostante il livello di istruzione degli under 26 risulti di gran lunga più elevato di quello delle altre fasce anagrafiche di popolazione, a questa netta crescita del grado di istruzione non sembra accompagnarsi una corrispondente crescita dell'educazione finanziaria. Questo, coerentemente con quanto presentato nel Capitolo 1, potrebbe essere il risultato della mancanza di un adeguato programma di formazione finanziaria durante il percorso scolastico, combinato con la generalizzata mancanza di esperienza pratica sui temi più comuni di scelta finanziaria (es. gestione di un portafoglio finanziario, scelta del regime pensionistico, accensione di un mutuo per acquisto dell'abitazione, etc.).

Propensione alla digitalizzazione

Gli ultimi decenni hanno visto il consolidarsi della rete quale strumento principe di comunicazione ed informazione generalista per i cittadini dei principali Paesi sviluppati. Dall'indagine è emerso chiaramente come la rete rappresenti oggi un insostituibile strumento di informazione anche con riferimento alle preferenze connesse con gli investimenti degli italiani. Di fatti, a livello generale, un italiano su quattro utilizza abitualmente il *web*, che risulta essere la fonte informativa principale per le scelte di investimento degli italiani.

Il 18% si documenta per mezzo di giornali specializzati e solamente il 4% dell'intero campione dichiara la consulenza del proprio operatore finanziario quale fonte primaria di informazione in materia di investimenti. Quest'ultimo dato risulta ancora più significativo se lo differenziamo sulla base delle fasce d'età: se da un lato più del 30% del campione al di sopra dei 65 anni raccoglie informazioni per i propri investimenti dialogando con un operatore finanziario, dall'altro questa percentuale crolla al 3% se si considera solamente il campione di età inferiore ai 45 anni. Questo risultato dimostra chiaramente come esistano preferenze informative eterogenee e, a causa dell'evoluzione delle dinamiche

di mercato, gli operatori finanziari debbano attivarsi per sviluppare modelli di business e offerta che tengano conto delle mutate preferenze della clientela attuale e potenziale. Infine, è importante sottolineare come la seconda fonte informativa principale sia rappresentata dai "conoscenti più esperti in materia", a riprova di come, in linea con quanto riportato nel Capitolo 1, gli italiani sembrano privilegiare la consulenza dei propri parenti e/o persone più prossime rispetto all'opinione di un operatore specializzato del settore.

Propensione al cambiamento

Sebbene, come illustrato nel paragrafo precedente, non sembri sussistere una relazione lineare tra il grado di istruzione delle persone e il loro livello di educazione finanziaria, il primo sembra avere un impatto determinante sulla propensione dei singoli ad adottare soluzioni di investimento tecnologicamente avanzate ed innovative. Due rispondenti su tre, in possesso di una laurea e/o di un dottorato, si sono dichiarati aperti alla sottoscrizione di servizi di *Digital Wealth Management*, mentre circa il 30% dei soggetti con un'istruzione di livello elementare o medio ha dichiarato lo stesso. Complessivamente, i risultati dell'indagine condotta sono incoraggianti per gli operatori del settore interessati a sviluppare soluzioni finanziarie innovative: poco meno del 50% del campione potrebbe essere un potenziale sottoscrittore di tali servizi mentre solo una persona su cinque sarebbe certa di non sottoscriverli. Inoltre, gli operatori dovrebbero concentrarsi sul 35% del campione, con focus sulle fasce meno istruite, che si dichiara non capace di valutare se sottoscrivere o meno i suddetti servizi. Richiamando quanto sottolineato nel Capitolo precedente, un'adeguata Strategia nazionale di educazione finanziaria potrebbe essere un volano non indifferente della crescita di domanda di servizi per queste categorie, con conseguente impatto positivo sulla *top line* degli operatori di settore.

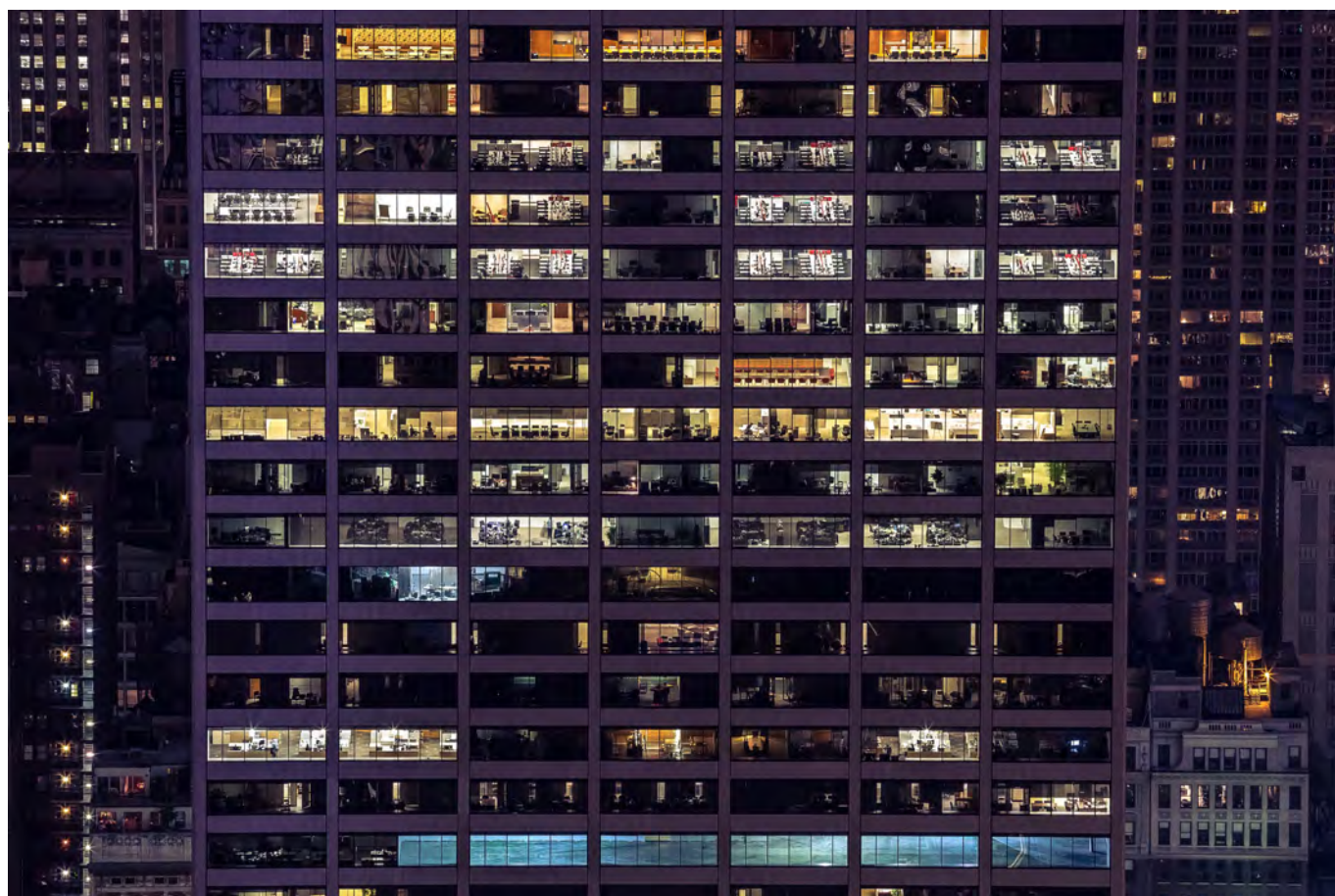
Propensione a soluzioni di Robo Advisory

L'ultima dimensione, in apparente sovrapposizione con il paragrafo precedente, ha l'obiettivo di misurare la propensione dei rispondenti verso un particolare settore nel perimetro delle soluzioni di *Digital*

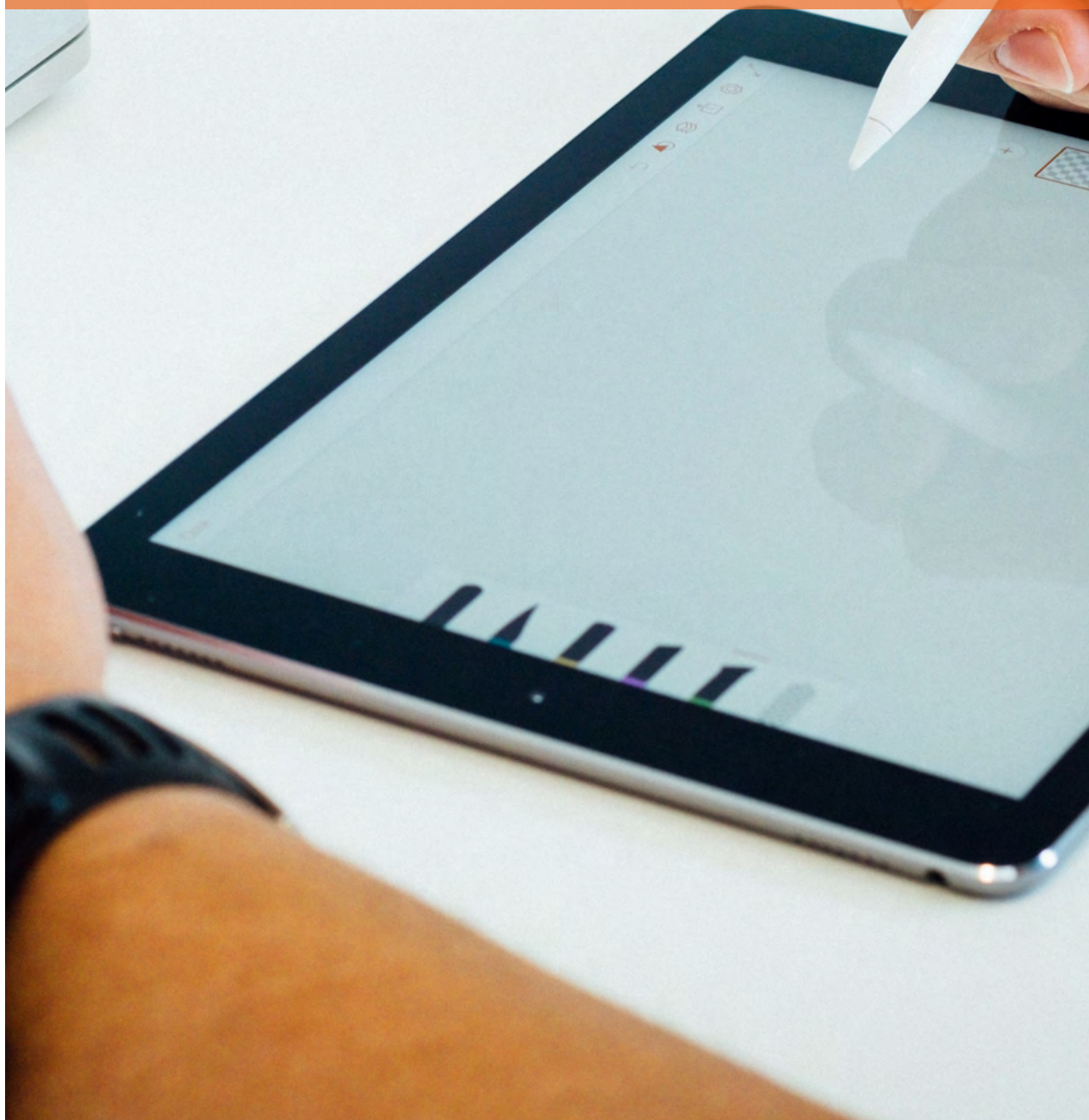
Wealth Management, ovvero il *Robo Advisory*, senza distinzione tra soluzioni dirette alla clientela o a supporto di operatori specializzati del settore. Considerando il campione nella sua interezza, circa la metà dello stesso risulta essere attratto da queste soluzioni di investimento automatizzate ed ha dichiarato di essere disponibile a testarle per i propri investimenti qualora la propria Banca o il proprio operatore glielo proponesse.

Combinando le stesse risposte per il profilo di investimento di ogni rispondente, emerge come sussista una correlazione tra la propensione ad affidare i propri investimenti a soluzioni di *Robo Advisory* e il profilo di rischio e/o rendimento. Di fatti, i 2/3 dei rispondenti, dichiaratisi in linea con un profilo di investimento alla ricerca dell'extra-

rendimento (profilo aggressivo), si sono dichiarati favorevoli ad adottare soluzioni di *Robo Advisory* contro un 24% di rispondenti appartenenti al profilo prudente o moderato. Questo dato implica come le soluzioni di *Robo Advisory* vengano percepite dai rispondenti come più rischiose rispetto alle soluzioni di investimento tradizionali, nonostante le stesse presentino profili di investimento differenziati a seconda delle preferenze del singolo investitore. In aggiunta, come ampiamente dettagliato alla Capitolo 4, le soluzioni di *Robo Advisory*, se pur comparabili in termini di rischio relativo a soluzioni di investimento tradizionali, si sono generalmente dimostrate in grado di ottenere rendimenti superiori rispetto alle soluzioni generalmente ritenute meno rischiose (cfr. par. 4.4).



Prospettive di investimento per gli italiani



3.1 Le scelte d'investimento degli italiani

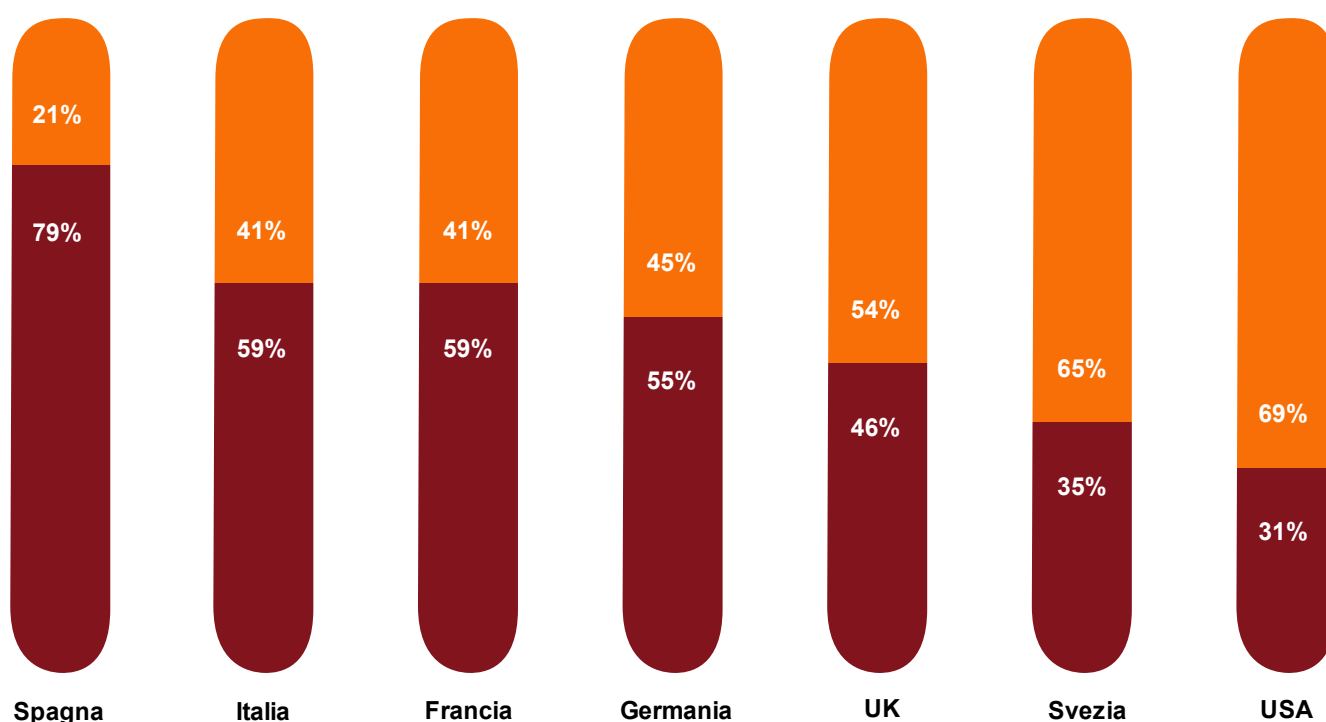
Come discusso nel primo Capitolo, in Italia si riscontra un livello di educazione finanziaria inferiore alla media dei paesi del G20. Focalizzando l'attenzione su un insieme di Paesi *benchmark*, selezionati in quanto parte del G20 e con livello di educazione finanziaria di gran lunga superiore rispetto alla media ($>57\%$), è possibile riscontrare delle evidenti differenze in termini di distribuzione della ricchezza lorda delle famiglie⁷.

Osservando i dati della Figura 2, è subito evidente come la realtà italiana sia caratterizzata da un forte sbilanciamento della distribuzione della ricchezza

lorda verso attività di carattere non finanziario, con prevalenza di investimenti di natura immobiliare (25%) e rurale (35%). Mentre Spagna, Francia e Germania presentano anch'esse uno sbilanciamento verso le attività reali, il resto del campione presenta una distribuzione sbilanciata verso le attività finanziarie, con gli Stati Uniti che guidano questo gruppo con una quota di ricchezza detenuta in attività finanziarie pari al 69%.

Figura 2

Composizione della ricchezza lorda delle famiglie (2016)

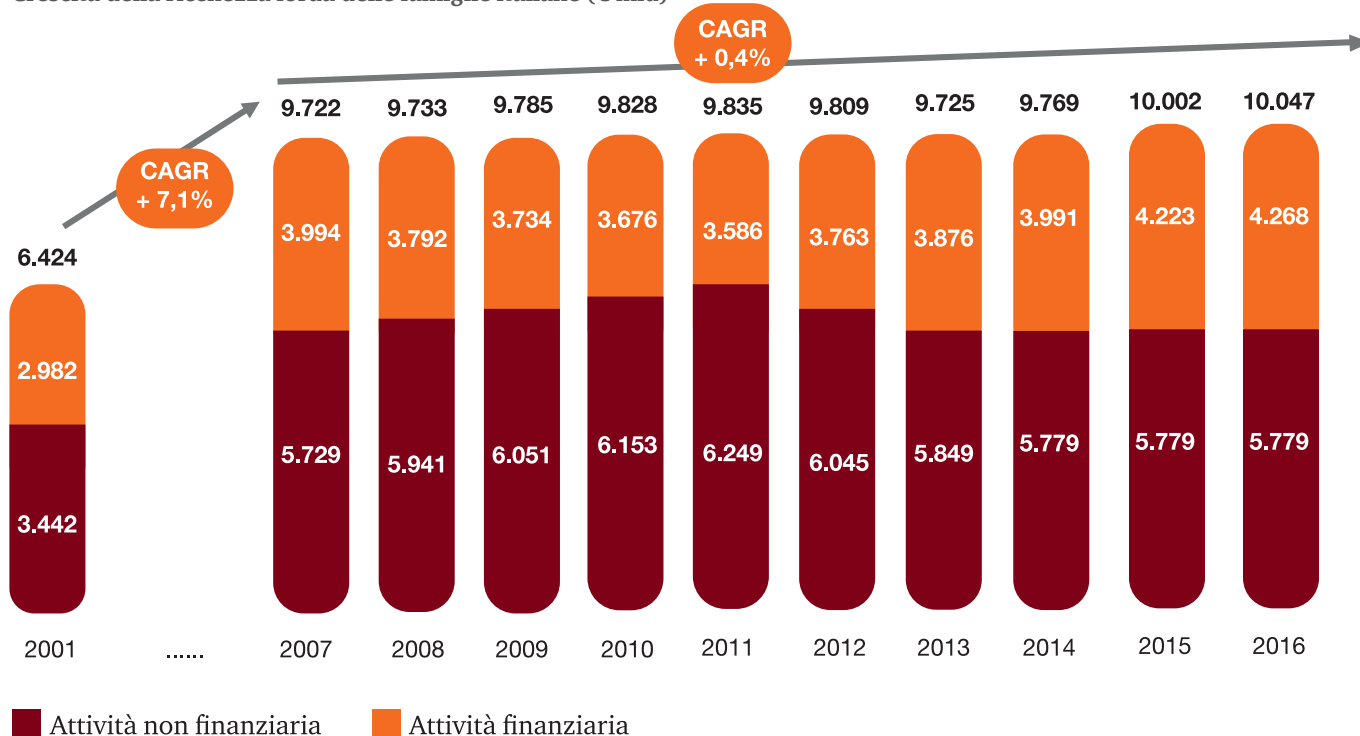


Fonte: OECD.Stats, BCE, Banco de España

⁷ La ricchezza lorda delle famiglie comprende la ricchezza finanziaria e non finanziaria delle famiglie, delle microimprese a gestione familiare e delle organizzazioni non lucrative a supporto delle famiglie.

Figura 3

Crescita della ricchezza lorda delle famiglie italiane (€ mld)



Fonte: Relazione Annuale Banca d'Italia

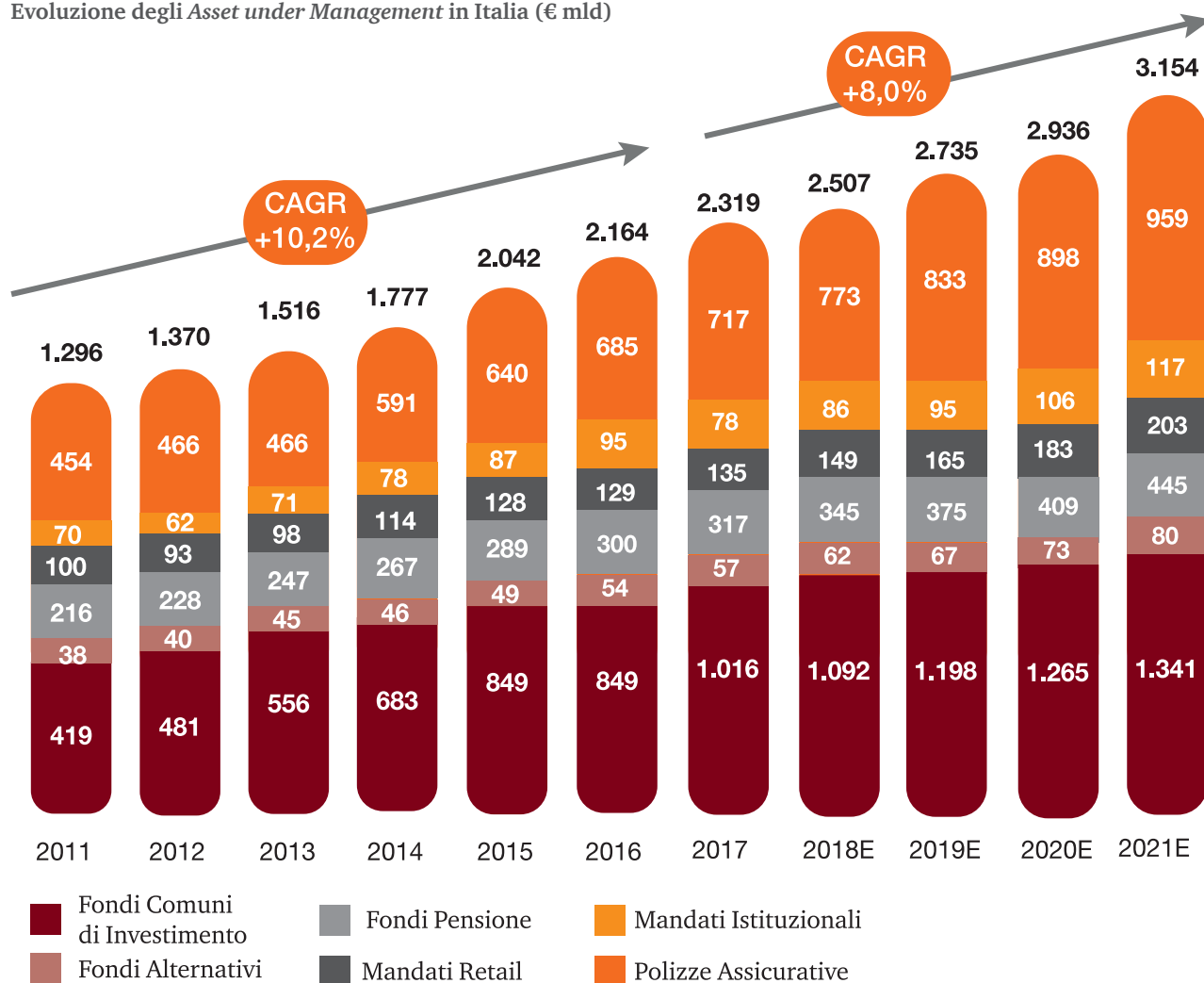
Lo sbilanciamento nella distribuzione della ricchezza lorda nel nostro Paese è da considerarsi strutturale come dimostrato dai dati sulla sua evoluzione storica (Figura 3). Di fatti, osservando l'evoluzione della ricchezza lorda sull'orizzonte temporale 2001 – 2016, ad una crescita assoluta della ricchezza pari al 56% è corrisposta una redistribuzione della ricchezza a favore di attività non finanziarie, il cui valore complessivo è cresciuto di circa il 67% contro il 22% delle attività finanziarie. Focalizzando l'attenzione sulle determinanti della crescita delle attività finanziarie, la stessa è stata guidata da un rialzo sostenuto delle attività gestite, come mostrato dalla Figura 4. Valutando l'evoluzione storica (a

partire dal 2011) e prospettica (sino al 2021) delle attività finanziarie gestite detenute dalle famiglie italiane, la ricchezza gestita assoluta è prevista in crescita del 24% nell'arco temporale 2018-2021, con una quota detenuta in fondi comuni di investimento e fondi alternativi destinata a sfiorare il 45% del totale di attività gestite, contro il 35% registrato nel 2011. Questo dato è sintomatico della crescente tendenza degli italiani ad affidare i propri capitali a professionisti della gestione e, combinato con una crescita della attività finanziarie di gran lunga superiore rispetto alla ricchezza lorda delle famiglie, testimonia una rinnovata fiducia degli investitori verso il mercato dei capitali.

Figura 4

Evoluzione degli Asset under Management in Italia (€ mld)

17



Fonte: Assogestioni, MEFOP

La crescita del capitale gestito non ha comunque comportato un'erosione della quota di ricchezza detenuta dalle famiglie in attività non finanziarie. La marcata preferenza verso attività di carattere non finanziario, con focus sulle attività immobiliari, è il risultato di una complessa combinazione di elementi, tra cui la generalizzata diseducazione finanziaria delle famiglie italiane potrebbe giocare un ruolo rilevante (cfr. par. 3.2).

Nonostante gli italiani privilegino investimenti di carattere immobiliare e/o rurale rispetto ad investimenti di carattere finanziario, le prospettive di crescita per la ricchezza gestita delle famiglie italiane (Figura 4) combinate con le prime risultanze della Strategia nazionale a supporto della educazione finanziaria (cfr. Capitolo 1) potrebbero rappresentare un importante volano di crescita della domanda per i servizi di gestione nel prossimo futuro. Tuttavia gli operatori del settore del *Wealth Management* devono dotarsi degli strumenti necessari per far fronte alla potenziale domanda facendo leva su una rinnovata offerta di servizi (cfr. Capitolo 4) veicolata tramite una strategia multicanale definita per soddisfare differenti *target* di clientela.

3.2 La ricchezza degli italiani in un'ottica di rischio-rendimento

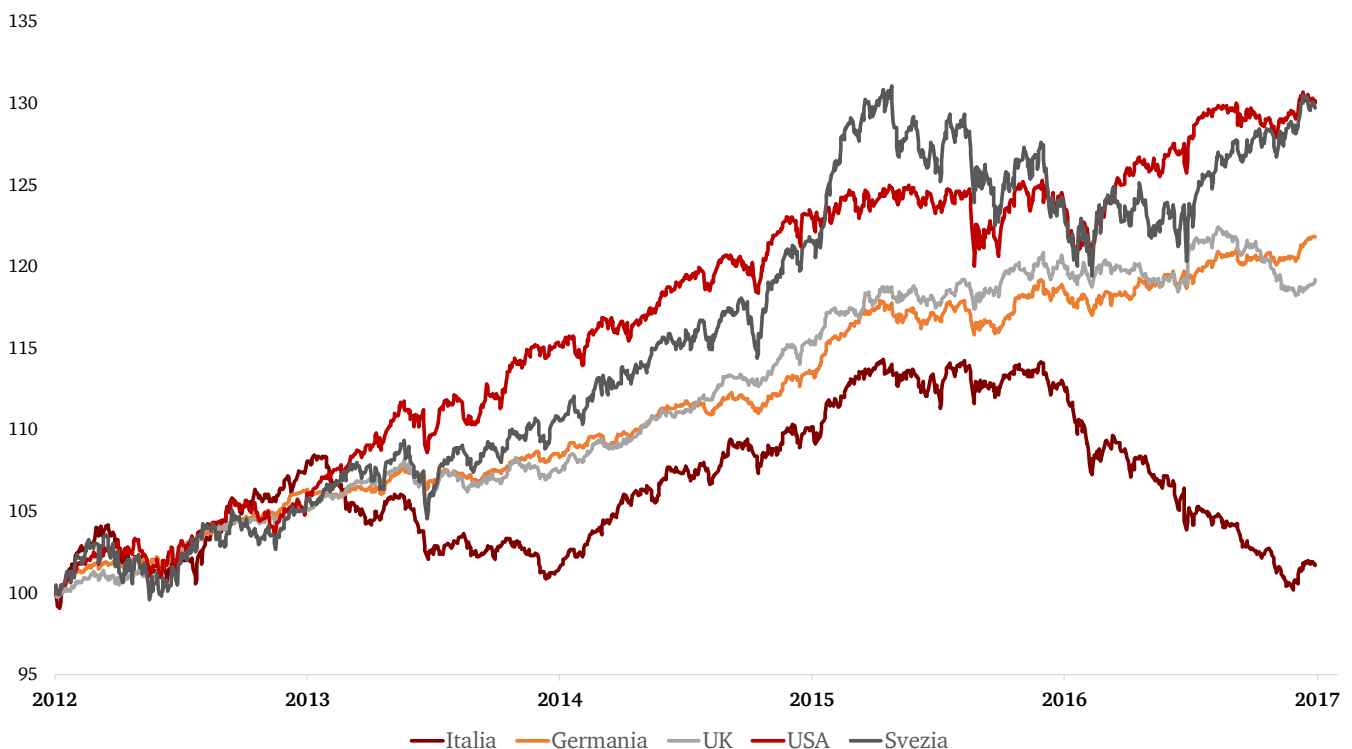
Per poter valutare adeguatamente la ricchezza detenuta dalle famiglie italiane in un'ottica di rischio-rendimento, non è sufficiente limitare l'analisi alla ripartizione della quota di ricchezza tra le diverse tipologie di attività. Di fatti, una semplice ripartizione dell'allocazione può fornire un'indicazione delle preferenze verso determinate tipologie di investimento ma non una rappresentazione adeguata del rendimento delle stesse attività lungo un determinato orizzonte temporale. Per poter effettuare un'analisi puntuale dei rendimenti, è necessario primariamente ricostruire nel dettaglio le varie componenti della ricchezza delle famiglie secondo le linee guida dettate da OECD. Per ognuno degli aggregati che contribuisce alla ricchezza della famiglia, è necessario associare un indice di riferimento che possa fungere da *proxy* adeguata per i

singoli rendimenti⁸. Una volta associato un *benchmark* ad ogni singolo aggregato, seguendo una logica di investimento di portafoglio, i rendimenti associati alle singole componenti della ricchezza devono essere pesati⁹ di modo da valutare il profilo di crescita della ricchezza lungo un intervallo temporale di riferimento (2012-2016) e il relativo rendimento complessivo. Il risultato di questa analisi (Figura 5) mostra quanto avrebbe reso un investimento di 100.000 euro a partire dall'1 gennaio 2012 qualora la ripartizione dello stesso avesse seguito uno schema speculare alla distribuzione della ricchezza per il *panel* di Paesi considerato.

La ricchezza assoluta delle famiglie italiane è quella che ha conseguito i rendimenti peggiori, presentando una variazione pressoché nulla lungo l'orizzonte temporale considerato. Il secondo dato che emerge è come le famiglie statunitensi e quelle svedesi, caratterizzate dalla più alta incidenza di attività finanziarie, siano quelle che hanno conseguito i rendimenti migliori, incrementando la propria ricchezza rispettivamente del 30% e del 29,7%.

Figura 5

Stima dei rendimenti storici delle famiglie



Fonte: Investing.com, Statista

8 Aggregato della ricchezza (indice di riferimento): liquidità e depositi (inflazione); obbligazioni (futures sui titoli obbligazionari governativi a 10 anni); azioni e partecipazioni (indici azionari dei mercati di riferimento); fondi comuni d'investimento, assicurazione sulla vita e rendite vitalizie, fondi pensione (*proxy* fondo di investimento costruita per ogni paese); abitazioni (*House Price Index*); terreni (*Eurostat, Land Price Summary*).

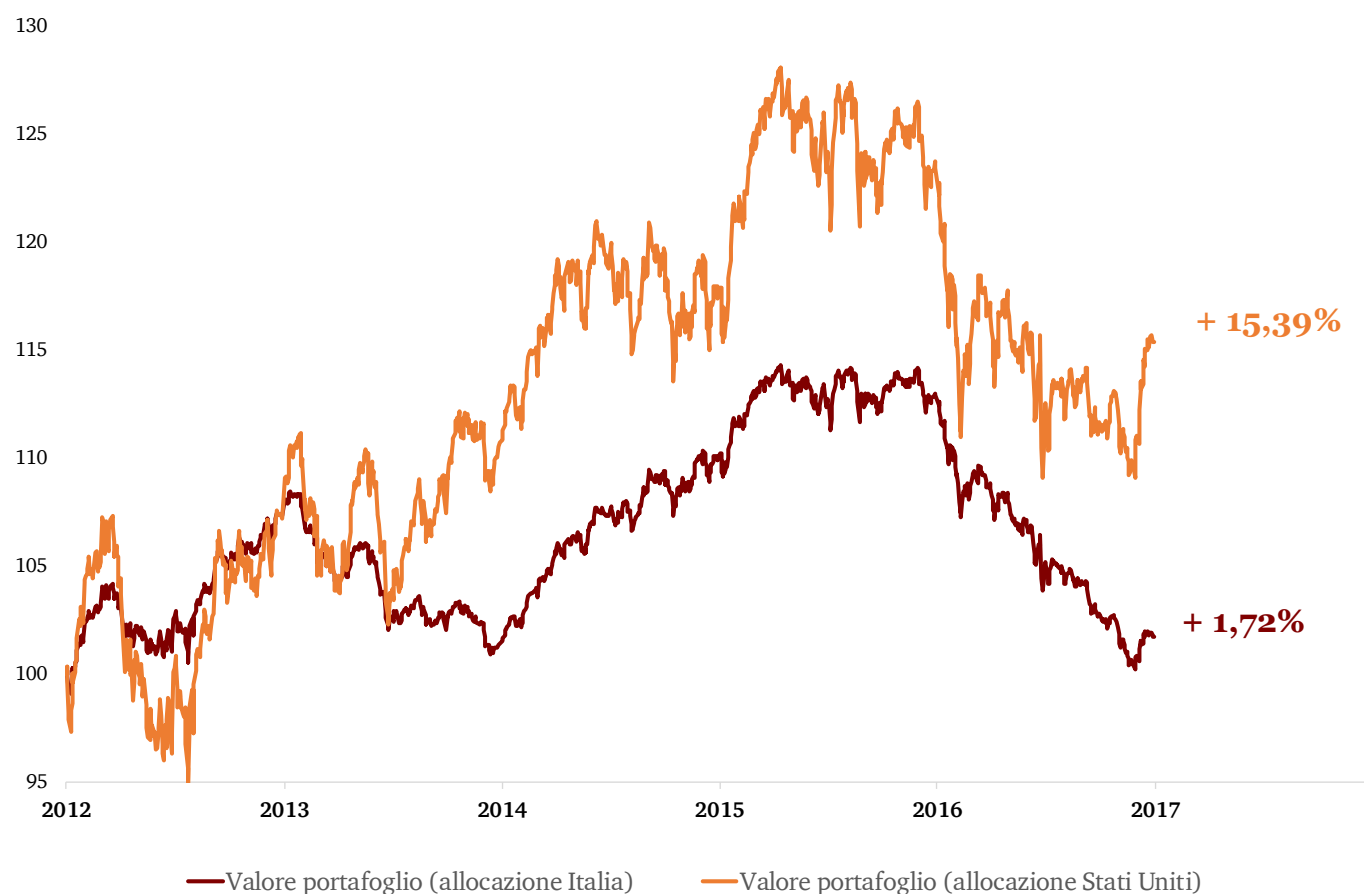
9 I pesi per il calcolo dei rendimenti sono stati ottenuti considerando le quote di ogni classe d'investimento sugli asset totali.

Questo risultato non deve lasciare erroneamente concludere che l'incidenza delle attività finanziarie sia il fattore determinante per scelte finanziarie ottimali. In Germania, ad esempio, nonostante una allocazione della ricchezza paragonabile a quella delle famiglie italiane (Figura 2), i rendimenti sono stati di gran lunga superiori con un differenziale del 20%. Il motivo di un divario così accentuato è da ricercarsi nei diversi rendimenti di terreni ed abitazioni tra i due Paesi: in Italia questi investimenti hanno prodotto una perdita superiore ai dieci punti percentuali, mentre in Germania hanno generato un ritorno superiore al 20%. Questo dimostra come la mera prevalenza di attività finanziarie all'interno del portafoglio delle famiglie non sia sinonimo di rendimenti superiori. Le scelte di gestione di ogni investitore devono essere bensì guidate dalle specificità di ogni singolo mercato. Il tutto quindi può essere riconducibile alla consapevolezza delle proprie scelte di investimento, fattore che può ragionevolmente ritenersi influenzato generalmente dal grado di educazione finanziaria delle singole famiglie.

Per fornire ulteriori elementi di supporto a questa tesi, sono stati simulati i rendimenti delle famiglie italiane utilizzando una differente allocazione delle attività. Prendendo ad esempio in considerazione la ripartizione della ricchezza per le famiglie statunitensi, lì dove i rendimenti dei vari settori sono in linea con quelli italiani lungo lo stesso arco temporale, l'analisi dimostra come le famiglie italiane avrebbero potuto ottenere un rendimento potenziale superiore al 15% contro un rendimento effettivo di circa il 2% (Figura 6). Questo ulteriore dato contribuisce in maniera chiara a supportare l'ipotesi che sussista una relazione positiva tra livello di educazione finanziaria e rendimenti per le famiglie. D'altronde questi dati sembrano dimostrare come una maggiore educazione finanziaria implichi una maggiore consapevolezza delle proprie scelte di investimento ed un rendimento generalmente superiore del proprio portafoglio.

Figura 6

Stima dei rendimenti storici delle famiglie italiane



La frontiera delle soluzioni di investimento automatizzate



4.1 L'evoluzione delle esigenze della clientela nel settore del Wealth Management

Il mercato del *Wealth Management* sta attraversando un processo di profonda evoluzione guidato da un duplice cambiamento della domanda in termini di nuove esigenze della clientela attuale e di un potenziale rinnovamento dei servizi offerti dagli operatori del settore nella direzione di privilegiare le necessità dei clienti *affluent*¹⁰ e *mass affluent*¹¹.

Per poter continuare ad avere un'offerta adeguata alle esigenze del mercato, gli operatori hanno la necessità di rivedere i propri modelli di business, valutando nuovi canali di distribuzione e modelli di servizio improntati a soluzioni di *Digital Wealth Management*. Di fatti, la crescente diffusione di soluzioni tecnologiche innovative nel mercato del *Wealth Management* ha profondamente mutato la tradizionale catena del valore basata sul rapporto gestore-cliente avviando un progressivo processo di disintermediazione, simile a quanto avvenuto nel settore bancario.

Questo nuovo assetto del mercato ha aperto le porte a nuovi potenziali operatori che, costruendo il proprio modello di business su servizi tecnologicamente avanzati, riescono ad aggredire il mercato in modo dinamico ed efficiente, aumentando la competizione e accrescendo la pressione sui margini di profitto degli operatori tradizionali. Tuttavia, grazie alla digitalizzazione, anche gli *incumbent*¹² del mercato hanno l'opportunità di sviluppare un'offerta di soluzioni indirizzate a nuovi segmenti di clientela, ampliando potenzialmente gli orizzonti del proprio business.

Un ruolo fondamentale nella ridefinizione del mercato del *Wealth Management* è stato giocato dalla recente crisi finanziaria, in seguito alla quale, si sono registrati considerevoli riduzioni sia nel numero dei mandati sia nel volume degli *Asset under Management* (rispettivamente del 28% e del 21% nel solo periodo dal 2007 al 2008) che sono ritornati ai livelli pre-crisi solamente a partire dal 2013. Di conseguenza, l'impatto sistemico della crisi ha portato gli agenti del mercato a dover riconquistare la fiducia di una clientela sempre più indipendente, esigente e interessata ad una gestione dei propri risparmi trasparente e diretta. In questa nuova prospettiva, è possibile, quindi, individuare quattro punti chiave su cui ridefinire le priorità per l'intero settore:

1. **Personalizzazione e coinvolgimento degli investitori**
Gli operatori del mercato devono ridisegnare la propria offerta segmentando il proprio *target* di clienti in base alle differenti esigenze e sviluppando servizi differenziati per ciascuna categoria *target*, in modo da rispondere ai bisogni specifici di ogni profilo in maniera efficace.
2. **Convenienza ed accessibilità**
Lo sviluppo di soluzioni automatizzate di gestione degli investimenti risponde a una duplice necessità del mercato: da una parte permette alle società di ridurre i costi di gestione, incrementando i margini di profitto, dall'altra è in grado di fornire un servizio che risponda alle nuove esigenze della clientela. Oltre ad essere accessibili e convenienti, le soluzioni di *Digital Wealth Management* permettono l'accesso del cliente ai propri investimenti da remoto e senza limiti temporali, attraverso l'utilizzo di applicazioni disponibili sui dispositivi digitali e di strumenti di interazione quali *chatbot* e di interfacce utente facili ed intuitive.
3. **Digitalizzazione ed importanza dei network**
Un numero sempre crescente di potenziali clienti utilizza i *social* quali canali di informazione in materia di investimenti finanziari. Un esempio rilevante in tal senso sono le piattaforme di *social investing*, dove gli utenti possono condividere le proprie strategie di investimento e ottenere rendimenti positivi in base all'effettivo utilizzo di tali strategie da parte di altri investitori. Pertanto, gli operatori del settore possono prescindere sempre meno dall'utilizzo di questi mezzi per arrivare ai propri clienti, specialmente con riferimento alle nuove generazioni e ai piccoli risparmiatori.
4. **Semplicità e trasparenza**
Le regolamentazioni hanno un ruolo sempre più cruciale nel business degli enti finanziari, determinando ad esempio l'aumento dei requisiti di capitalizzazione e di liquidità nel settore bancario. Le nuove misure regolamentari hanno coinvolto, negli ultimi anni, anche il settore del *Wealth Management*, con particolare riferimento alla trasparenza dei regimi commissionali applicati per la gestione del portafoglio e alla riduzione dei

10 Patrimonio compreso tra 20.000 € e 100.000 €.

11 Patrimonio compreso tra 100.000 € e 250.000 €.

12 Attore consolidato del settore.

conflitti di interesse e degli *inducement*¹³. Le nuove regolamentazioni inducono gli operatori ad offrire servizi semplici, di immediata comprensibilità anche per clienti non professionali e con un determinato livello di reportistica sulle transazioni, garantendo trasparenza e migliorando il livello di fiducia nei confronti del sistema.

4.2 FinTech e Robo Advisory: il panorama italiano e mondiale

Il termine FinTech, abbreviazione di *Financial Technology*, indica “l’innovazione finanziaria resa possibile dall’innovazione tecnologica, che può concretizzarsi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, producendo un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni, o sull’offerta di servizi” (Carney, 2017).

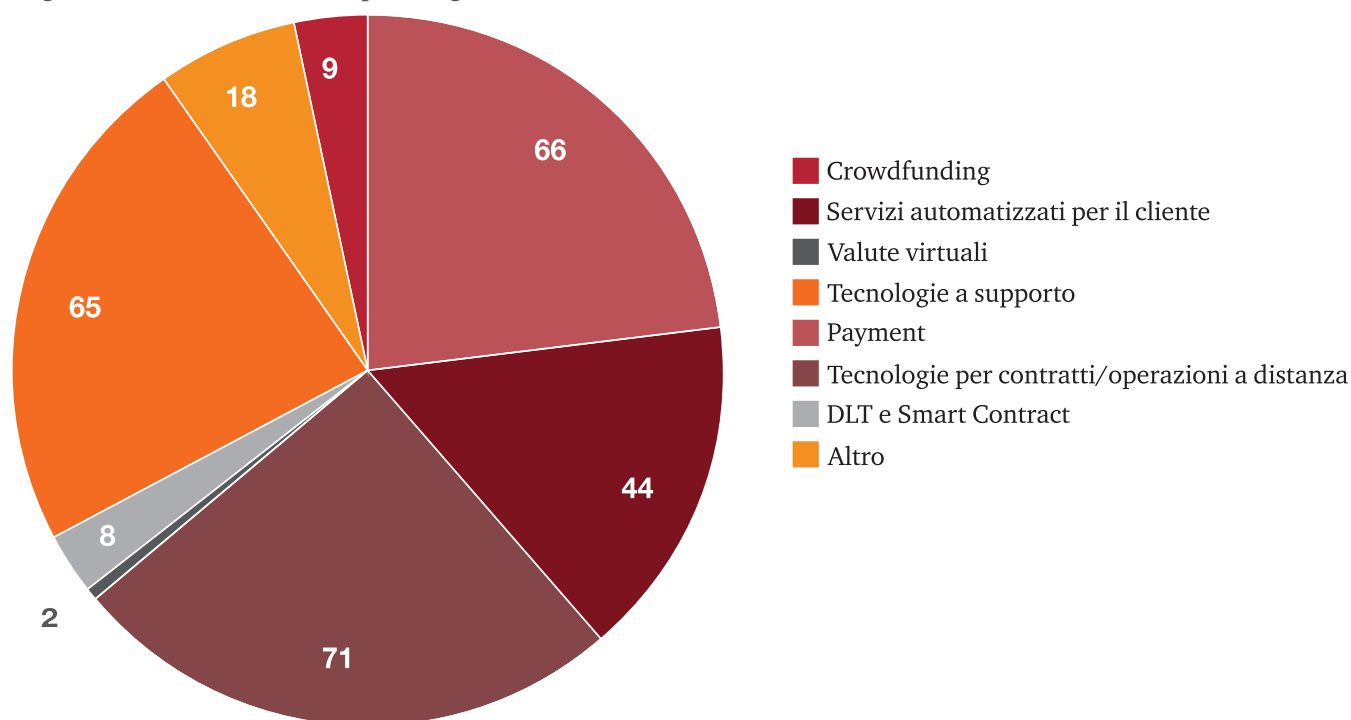
La dimensione del mercato mondiale per quanto riguarda le aziende FinTech risulta in continua espansione e l’investimento globale nelle *startup* FinTech, nel solo 2016, è stato di circa 25 miliardi di euro. Gran parte di questa cifra è associabile al

fenomeno della “*Fintegration*”, cioè il processo di acquisizione, partnership o investimento nei confronti di aziende FinTech da parte di grandi gruppi bancari e fondi di *Venture Capital*.

In America e in Asia si sono concentrati la maggior parte degli investimenti in FinTech del 2016, con rispettivamente, il 55% ed il 36% del totale. L’Europa si è aggiudicata il rimanente 9%, trainata dal Regno Unito. Per quanto riguarda l’Italia, il livello degli investimenti in FinTech risulta essere di soli 33,6 milioni di euro nel 2016, l’1,5% del totale europeo, 23 volte in meno rispetto al Regno Unito. Tuttavia, molti operatori della finanza si stanno interessando ad investire o avviare *partnership* con *startup* FinTech, in particolare nei campi delle tecnologie per contratti e operazioni a distanza, delle tecnologie a supporto (ad esempio *big data* e intelligenza artificiale), dei servizi di pagamento e dei servizi automatizzati per il cliente, tra cui figura anche la consulenza finanziaria automatizzata (*Robo Advisory*). Il 96% dei maggiori gruppi bancari operanti in Italia ha già avviato o ha intenzione di avviare nel breve/medio termine iniziative in questo senso, suggerendo ampie possibilità di crescita e sviluppo nel settore. Tuttavia, solamente il 16% di queste è o sarà indirizzata al campo dei servizi automatizzati per il cliente che comprendono il *Robo Advisory*.

Figura 7

Progetti di investimento Fintech per categoria (unità)



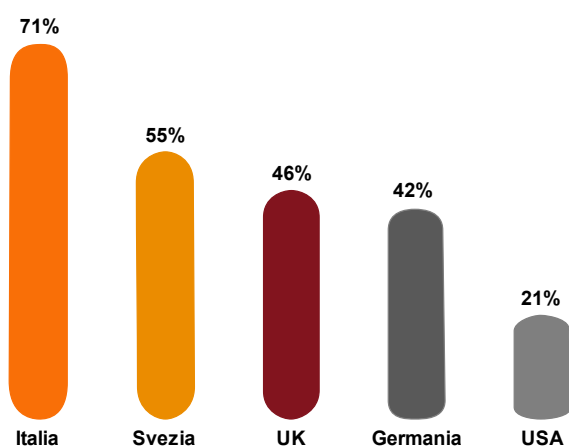
Fonte: Banca d'Italia

13 “qualsiasi forma di denaro, beni e servizi (diversi dalle commissioni e competenze normalmente fatturate per il servizio) che un’impresa di investimento o i suoi dipendenti ricevono da un terzo in relazione al servizio prestato al cliente” (CESR).

Risulta quindi interessante lo spaccato del mercato italiano con riferimento a soluzioni di *Robo Advisory*, per determinarne le caratteristiche intrinseche e comparare il caso italiano a quello del resto delle economie sviluppate, valutando le aree con maggiori possibilità di crescita nel prossimo futuro. Si stima che, a livello globale, gli *Asset under Management* gestiti tramite *Robo Advisor* cresceranno più del 350% nei prossimi quattro anni, passando dagli attuali 371 miliardi di dollari a circa 1.350 miliardi di dollari. Il mercato più sviluppato è quello statunitense, che gestisce il 72% dei sopracitati AuM, contro il 3% del mercato europeo.

Figura 8

Tasso annuo di crescita composto degli AuM gestiti da Robo Advisor (2018-2022)



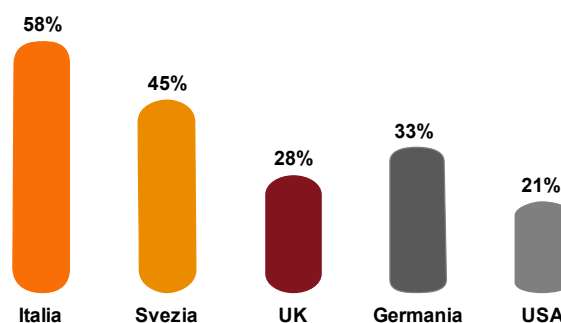
Fonte: Statista

Tuttavia, il tasso annuo di crescita composto degli USA risulta essere nettamente inferiore rispetto a quello degli altri stati analizzati, a causa del maggiore livello di consolidamento del mercato. Gli altri Paesi del campione presentano stime dei tassi di crescita tutte superiori al 40% e l'Italia raggiunge quello più alto: nello Stivale, infatti, si prospetta un aumento annuo del 70,5%, che porterebbe gli AuM da 191 milioni di dollari a ben 1.620 milioni di dollari nel 2022. Grazie a questa crescita, l'Italia raggiungerebbe un valore assoluto di AuM superiore a quello svedese, che attualmente gestisce una quantità di capitale 1,35 volte superiore (Figura 8).

Il numero degli utenti che utilizzano soluzioni di *Robo Advisory* nelle diverse aree geografiche vede invece dominare il mercato asiatico con 17,9 milioni di utenti, seguito dal Nord America (di cui il 97% solamente negli USA) e, infine, dall'Europa con un numero di utenti di poco inferiore al milione.

Figura 9

Tasso annuo di crescita composto del numero di utenti del settore *Digital Wealth Management* (2018-2022)

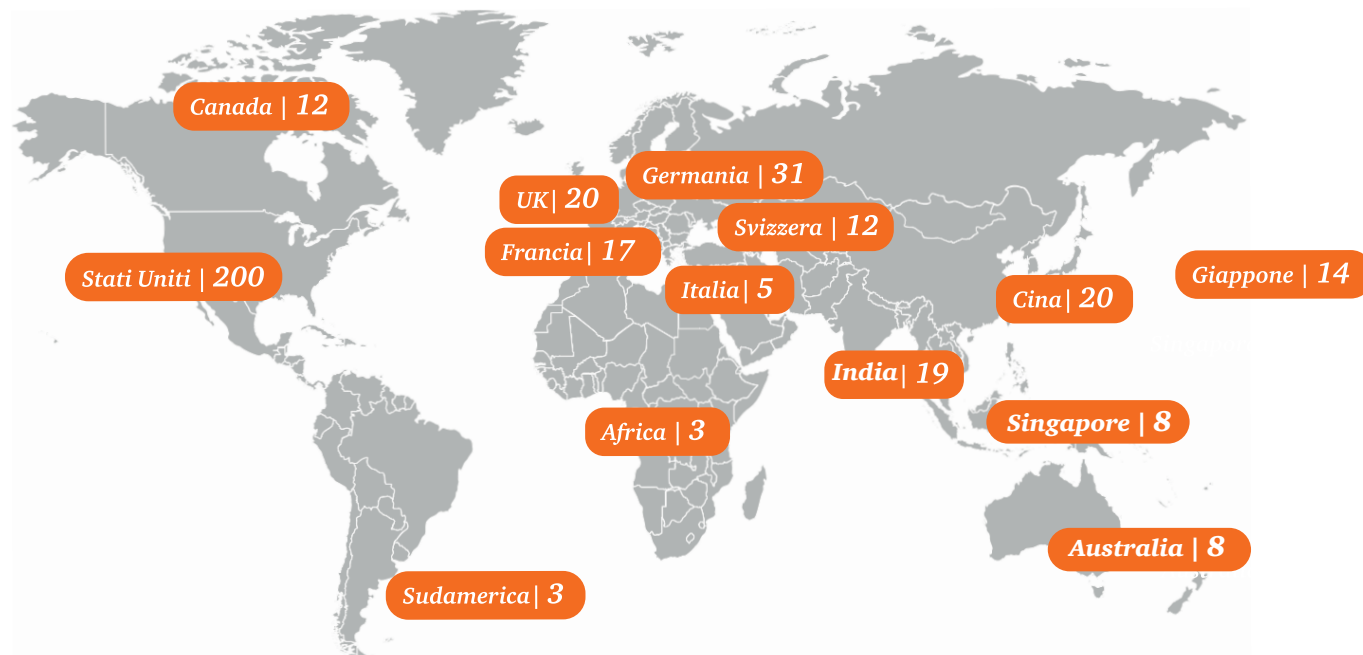


Fonte: Statista

Il tasso annuo di crescita composto, anche nel caso del numero di utenti, risulta essere molto promettente, con un valore del 18% nel mercato più maturo, gli USA, e maggiore del 28% in tutte le restanti aree geografiche. L'Italia sembra confermarsi, anche in questa dimensione, come il mercato più votato alla crescita nel settore del *Robo Advisory*, con un CAGR del 58%, circa il doppio rispetto a quello tedesco e britannico (Figura 9).

Allo stato attuale, tuttavia, le aziende operanti nel mercato italiano risultano essere sostanzialmente meno rispetto al resto delle economie sviluppate. In particolare, l'Italia conta solamente cinque operatori attivi sul territorio, sei volte meno rispetto alla Germania e quattro volte meno rispetto al Regno Unito (Figura 10).

Numero di operatori attivi nel settore Robo Advisory



Fonte: Burnmark Digital Wealth

Prendendo in esame questi tre parametri fondamentali (numero di *Robo Advisor* attivi, AuM ed utenti), il mercato italiano risulta ancora acerbo in termini di soluzioni di gestione automatizzate, nonostante sia caratterizzato da grandi margini di crescita. Le leve di crescita che caratterizzano questo mercato rendono l'Italia uno dei paesi più promettenti per gli attori interessati a ridefinire il proprio modello di business verso servizi digitalizzati di consulenza finanziaria al cliente e/o agli operatori del settore.

Tuttavia, le differenze tra i diversi mercati non risiedono solamente nella diversa dimensione del fenomeno o nei loro tassi di crescita potenziali, ma dipendono profondamente dalle necessità e dalle preferenze dei clienti che li popolano. Si possono a tal proposito individuare tre profili di clientela *target*:

1. Clienti Tradizionali

Il loro obiettivo è la conservazione del capitale mantenendo un basso profilo di rischio, tramite un servizio sicuro e trasparente. Sono tendenzialmente soddisfatti dai modelli di business tradizionali e danno valore all'interazione diretta con un consulente umano. Non puntano ad investire in autonomia e non sono particolarmente avvezzi alle soluzioni automatizzate.

2. Clienti Multitask

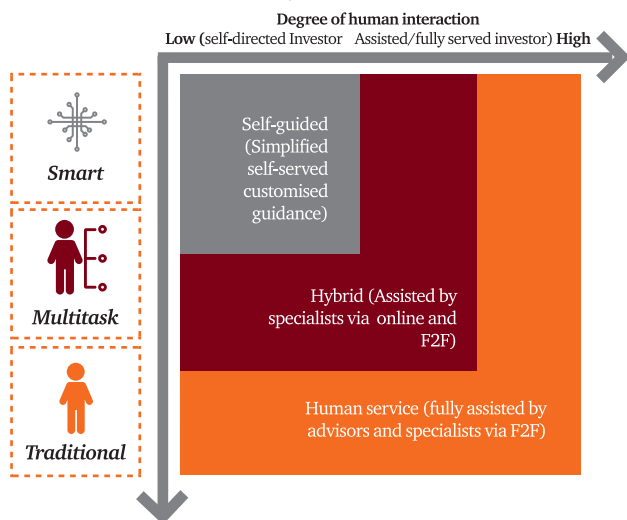
Sono parzialmente soddisfatti dall'offerta attuale, ma preferirebbero un approccio multicanale che incorpori interfacce digitali. Hanno un profilo di rischio medio-basso e puntano a migliorare la loro ricchezza nel medio-lungo termine. Desiderano avere controllo dei loro investimenti, ma non si sentono ancora pienamente sicuri nell'investire senza i consigli di un esperto.

3. Clienti Smart

Richiedono un servizio semplice, accessibile, digitalizzato e autonomo. Sono propensi ad investire senza consulenza esterna e con un rischio più elevato per ottenere rendimenti più alti. Non sono soddisfatti del sistema tradizionale e sarebbero molto propensi ad adottare soluzioni di gestione innovative quali quelle di *Robo Advisory*.

Figura 11

Mercato del Robo Advisory



Fonte: Analisi PwC 2016

Per soddisfare le esigenze delle diverse potenziali classi di clientela, sono state sviluppate diverse soluzioni di *Robo Advisory* che si differenziano in base al grado di automazione e in base al *target* a cui vengono indirizzate. Queste possono essere suddivise in tre tipologie:

1. **B2B**

Soluzioni automatizzate di gestione del capitale offerte ai player tradizionali che hanno la necessità di implementare nuovi servizi digitali per i loro clienti. La soluzione automatizzata non è indirizzata direttamente al cliente, bensì al gestore, che la utilizzerà per ottimizzare e supportare la sua attività di consulenza.

2. **B2C**

Servizi di *Robo Advisory* indirizzati direttamente all'utente retail in grado di gestirne il portafoglio in maniera completamente autonoma, senza alcun intervento del gestore. Questa soluzione rappresenta la frontiera per una consulenza finanziaria totalmente automatizzata e priva della componente umana.

3. **B2B2C (Hybrid Advisory)**

Soluzioni ibride che presentano sia un servizio automatizzato a supporto del gestore, sia un'interfaccia che permetta al cliente di accedere autonomamente al proprio portafoglio, controllandone le performance e personalizzando i report periodici sull'andamento del capitale gestito.

Partendo da questi presupposti, è possibile descrivere nel dettaglio due dei mercati di *Robo Advisory* più rilevanti, quello statunitense e quello europeo, per analizzare la relazione esistente tra i servizi offerti in queste aree geografiche e le diverse tipologie di clientela. Lo stesso metro di analisi viene applicato successivamente alla realtà italiana, per determinare il rapporto tra i servizi offerti e la clientela *target*, comparandolo con gli altri due mercati di riferimento.

- **USA:** popolato sia da FinTech pure (*Wealthfront, Betterment*) sia da attori già consolidati nel mercato dell'*Asset Management* che hanno deciso, in una fase successiva, di entrare nel business del *Robo Advisory* (*Charles Schwab, Vanguard*), proponendo principalmente soluzioni tecnologiche che puntano direttamente al mercato retail (B2C). Le differenti soluzioni sono accomunate da basse soglie di investimento iniziale e commissionali e dalla tipologia di prodotti sottostanti alle diverse strategie di gestione automatizzata (soprattutto *Exchange Traded Funds, ETF*). I clienti *Smart* sono il principale segmento di riferimento, avendo una spiccata propensione all'utilizzo di soluzioni digitali e permettendo agli operatori del settore di ridurre al minimo l'intervento di consulenti e quindi di proporre soluzioni a costi contenuti. Oltre alle soluzioni dirette alla clientela finale, gli attori presenti nel mercato (specialmente quelli che hanno introdotto il sistema automatizzato all'interno dei servizi bancari già offerti dal proprio network) offrono servizi B2B e ibridi, potenzialmente attrattivi anche per clienti Tradizionali e *Multitask*.
- **Europa:** il mercato risulta essere più frammentato, e propone sia servizi B2B che B2C. Anche lo spettro di strumenti sottostanti risulta essere più ampio (incluso fondi comuni, azioni/partecipazioni e obbligazioni oltre che ETF), per venire incontro alle esigenze e alle caratteristiche di una clientela più variegata, che spazia dalle classi più giovani, molto inclini alle soluzioni tecnologiche, sino ai clienti tradizionali. La caratteristica peculiare di questo segmento è tuttavia la rilevanza delle comunità finanziarie online: piattaforme digitali e blog hanno un ruolo fondamentale nell'offerta al cliente

e creano un ecosistema che intreccia *social networking* e *Wealth Management*. I clienti, in questo caso riconducibili maggiormente ai segmenti Tradizionali e/o *Multitask*, prediligono quindi un servizio maggiormente differenziato, multicanale e non totalmente automatizzato, ma combinato ad una componente variabile di consulenza umana.

- **Italia:** l'offerta è molto più simile al modello tradizionale di *Wealth Management*, sia per la tipologia di prodotti offerti (gamma variegata, ma forte rilevanza dei fondi comuni) sia per l'approccio alla clientela. Nel mercato italiano vengono offerti servizi orientati ad investitori con alta disponibilità di capitale e soluzioni più standard per il mercato retail. La maggioranza degli utenti attivi attualmente è nella fascia d'età tra i 40 ed i 50 anni, riconducibile al *target* degli investitori Tradizionali. Questi investitori non richiedono ancora di gestire in completa autonomia il portafoglio tramite piattaforme digitali, ma prediligono forme di consulenza ancora fortemente dipendenti dal contatto umano. Soluzioni a basso costo come quelle B2C, che dominano il mercato statunitense e che sarebbero più adatte ai clienti *Smart*, non riescono per ora ad affermarsi in Italia: il mercato europeo propende maggiormente verso modelli ibridi, che permettono ai clienti sia di interfacciarsi tramite applicazioni e dispositivi mobili alla gestione del portafoglio, sia di accedere ad un servizio di consulenza umana. Queste soluzioni potrebbero essere la chiave anche nel mercato italiano per offrire un servizio ai potenziali clienti futuri, i *millennials*, che hanno necessità assimilabili a quelle dei clienti *Multitask*. Inoltre, è ragionevole supporre come gli stessi *millennials* avranno, nel prossimo futuro, la disponibilità di capitale necessaria ad investire, anche grazie a un trasferimento di ricchezza consistente: secondo la Banca Centrale Europea, circa metà di tutta la ricchezza in Europa oggi è detenuta da persone con più di 55 anni e nell'arco dei prossimi vent'anni verrà trasferita alle generazioni successive.

4.3 L'investimento automatizzato: analisi delle performance dei Robo Advisor

Il modello di *Wealth Management* tradizionale si sta evolvendo per adattarsi al nuovo ambiente competitivo e per sfruttare l'aumento potenziale della domanda di gestione del capitale. Questo cambiamento obbliga a una riflessione su quelle che sono le performance sia del modello tradizionale sia di soluzioni innovative quali i *Robo Advisor*. Le differenze di rendimento tra questi due modelli di investimento influenzano la decisione finale dei clienti, che, di fatto, supponendo un livello di educazione finanziaria mediamente elevato, hanno come interesse principale l'aumento o il mantenimento del proprio capitale, coerentemente con il loro profilo di rischio.

I dati storici mostrano come pochi fondi gestiti attivamente siano in grado di battere il proprio *benchmark*¹⁴. Confrontando i dati del mercato italiano con quelli europei e statunitensi, l'Italia risulta essere in una posizione virtuosa, mantenendo una percentuale di fondi battuti dal *benchmark* due volte inferiore rispetto agli Stati Uniti in tutti gli orizzonti temporali considerati (Figura 12). Al contrario, l'84% dei fondi americani gestiti attivamente si posiziona al di sotto del proprio indice di riferimento su un orizzonte temporale di investimento di cinque anni¹⁵. Inoltre, meno dello 0,87% dei fondi americani è in grado di battere il proprio *benchmark* sistematicamente¹⁶, evidenziando la difficoltà degli attori tradizionali a mantenere risultati al di sopra degli standard.

Anche se l'analisi dei dati storici non può essere considerata rappresentativa delle *performance* future, i sistemi tradizionali non sembrano essere in grado di garantire costantemente rendimenti soddisfacenti, oltre ad essere poco efficaci nell'incontrare i bisogni emergenti delle nuove generazioni¹⁷.

14 Un parametro oggettivo di riferimento per la valutazione delle performance costituito da un portafoglio virtuale di attività finanziarie di diversa natura, ma di composizione simile al portafoglio con cui lo si vuole confrontare.

15 *S&P Dow Jones Indices*.

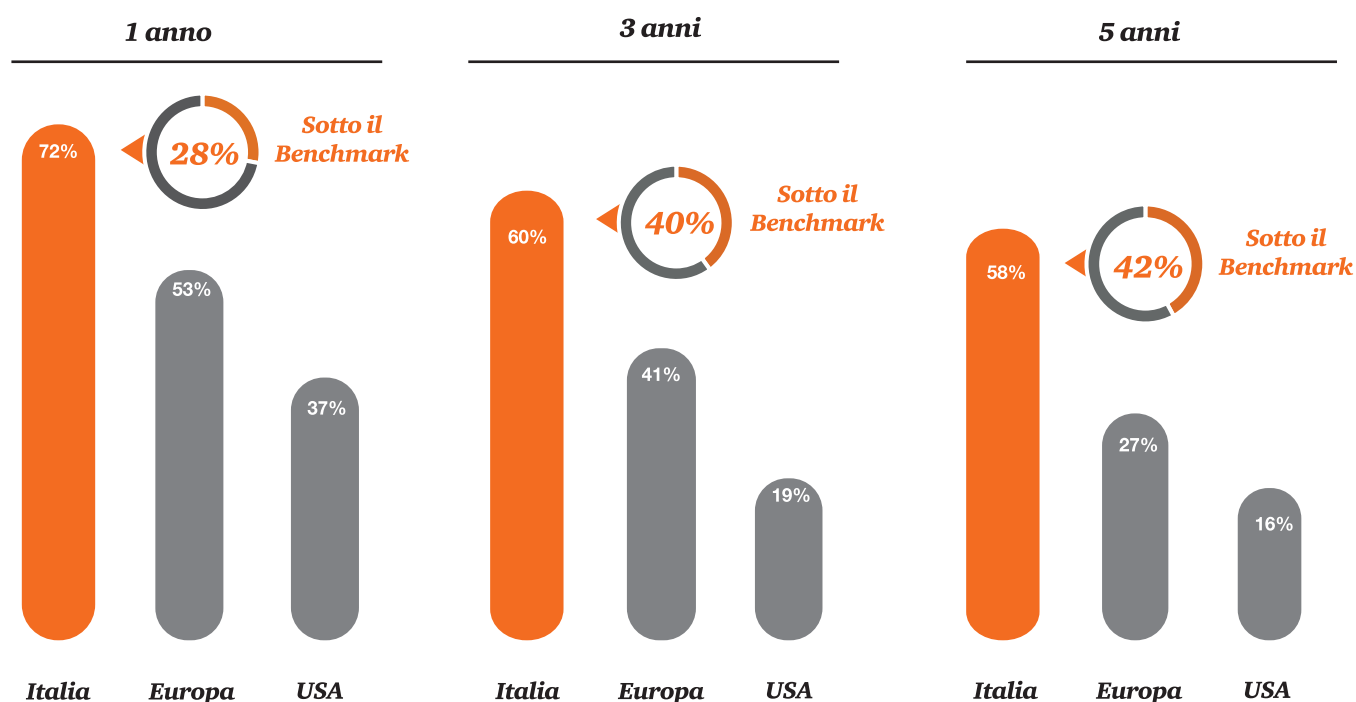
16 Lo 0,87% rappresenta la quota di fondi che si mantengono nel primo quartile dal 2013 al 2017 per quanto riguarda i rendimenti. Risulta quindi essere la stima più ottimistica per indicare i fondi che battono continuamente il proprio *benchmark* nel periodo considerato.

17 Capitolo 4.1: Evoluzione delle esigenze della clientela.

Figura 12

Gestioni attive con rendimenti superiori al benchmark lungo tre orizzonti temporali

27



Fonte: SPIVA Report

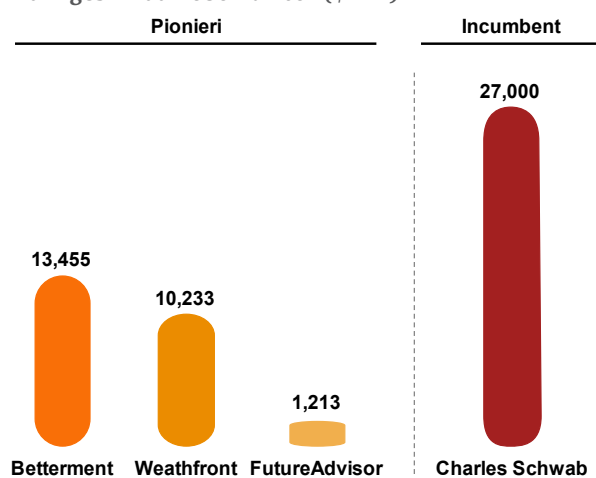
Il mercato del *Wealth Management* tradizionale americano sembra essere il peggiore in termini di performance ma, allo stesso tempo, gli USA risultano essere il primo mercato al mondo per lo sviluppo e la diffusione di servizi di *Robo Advisory*. Per indagare una possibile relazione tra questi due fenomeni e per stimare l'effettiva comparabilità delle performance dei *Robo Advisor* rispetto a quelle degli operatori tradizionali, sono stati analizzati i quattro principali operatori del mercato statunitense: *Betterment*, *Wealthfront*, *Charles Schwab* e *FutureAdvisor*.

Sebbene tutti e quattro utilizzino algoritmi di gestione automatizzata, essi presentano alcune sostanziali differenze. Di fatti, *Betterment* e *Wealthfront* sono considerati i pionieri del sistema B2C, mentre *Charles Schwab* ha introdotto il sistema automatizzato all'interno dei servizi bancari offerti dal proprio network ed è stato uno dei primi agenti istituzionali a sviluppare internamente ed efficacemente una soluzione di *Robo Advisory*, riuscendo, in un intervallo di tempo limitato, a divenire l'operatore di mercato con il maggior volume di AuM gestiti in maniera automatizzata. *FutureAdvisor* invece, nato come pioniere delle soluzioni FinTech, è stato recentemente acquisito da *BlackRock*, leader mondiale

nella gestione del patrimonio. Quella adottata da *BlackRock* rappresenta un modello esemplificativo di una delle potenziali strategie (strategia buy) che i player tradizionali possono perseguire per introdurre soluzioni innovative nel proprio portafoglio di servizi.

Figura 13

AuM gestiti da Robo Advisor (\$mln)



Fonte: The Robo Report

Nel loro insieme, i quattro provider gestiscono un totale di 51,9 miliardi di dollari, applicano commissioni tra lo 0% e lo 0,5% e impongono una quota minima di investimento compresa tra 1 e 10.000 dollari. Tali condizioni di utilizzo rispecchiano le necessità emergenti della clientela *affluent* e *mass affluent*, offrendo una valida e poco onerosa soluzione di gestione del patrimonio. Nel modello tradizionale, infatti, viene generalmente richiesta una soglia minima di investimento più alta ed i costi sono inversamente proporzionali alla somma investita.

I profili commissionali tradizionali risultano essere in ogni caso maggiori rispetto a quelle dei concorrenti automatizzati, richiedendo una quota fino a due volte superiore a quella massima imposta da un *Robo Advisor*. Persino considerando un investimento di oltre 30 milioni di dollari, i costi tradizionali resterebbero mediamente più elevati di quelli riscontrati per i primi quattro *Robo Advisor* americani (Figura 14).

Questi dati evidenziano come i *Robo Advisor* rappresentino una soluzione mediamente più accessibile in termini di costo, ma non dimostrano un'effettiva competitività di queste soluzioni in un'ottica di rischio-rendimento. Per poter approfondire tali dinamiche è primariamente

opportuno fare una distinzione tra i diversi portafogli modello definiti e le relative metodologie di allocazione del capitale e ribilanciamento delle attività. Ciascuna piattaforma di *Robo Advisor* possiede un algoritmo proprietario, secondo il quale distribuisce e gestisce il capitale che gli viene affidato, basandosi sulle teorie economiche di ottimizzazione del portafoglio dato un determinato profilo di rischio. In generale, le azioni codificate dagli algoritmi proprietari delle piattaforme si possono riassumere in quattro passaggi fondamentali:

1. Selezione delle categorie di attività

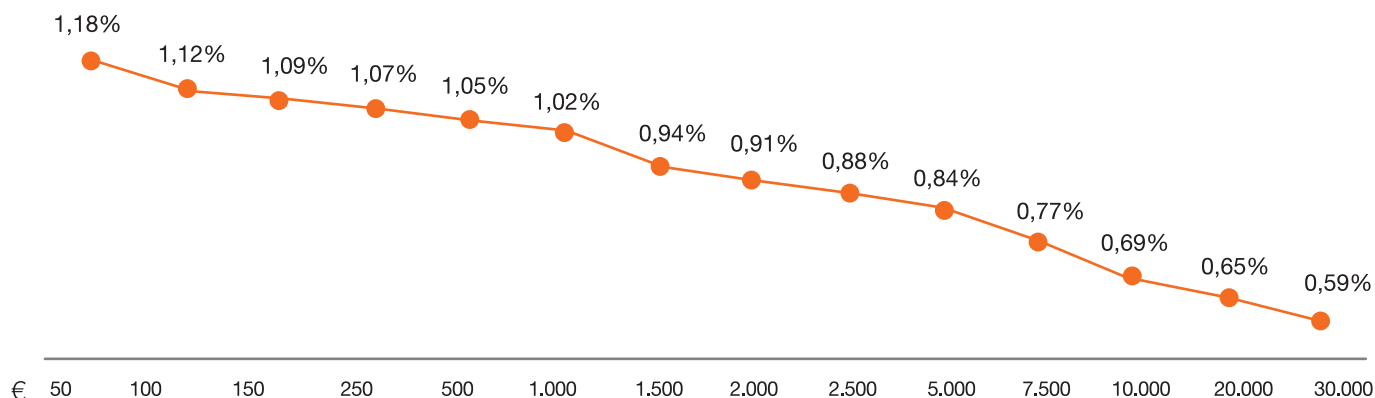
In questa fase vengono presi in considerazione il profilo di rischio e gli obiettivi dell'investitore (profilatura del cliente) e vengono selezionate le classi di riferimento in cui investire, utilizzando il rischio, il ritorno atteso, la correlazione tra le diverse attività e il profilo fiscale come principali fattori di selezione.

2. Selezione del veicolo d'investimento

L'obiettivo di questa fase è la selezione dello strumento migliore per ogni classe. I quattro player citati utilizzano esclusivamente fondi ed ETF per effettuare i loro investimenti. In questa fase, l'algoritmo identifica l'ETF più appropriato per ogni categoria d'investimento.

Figura 14

Commissioni per quota di investimento | Modello tradizionale



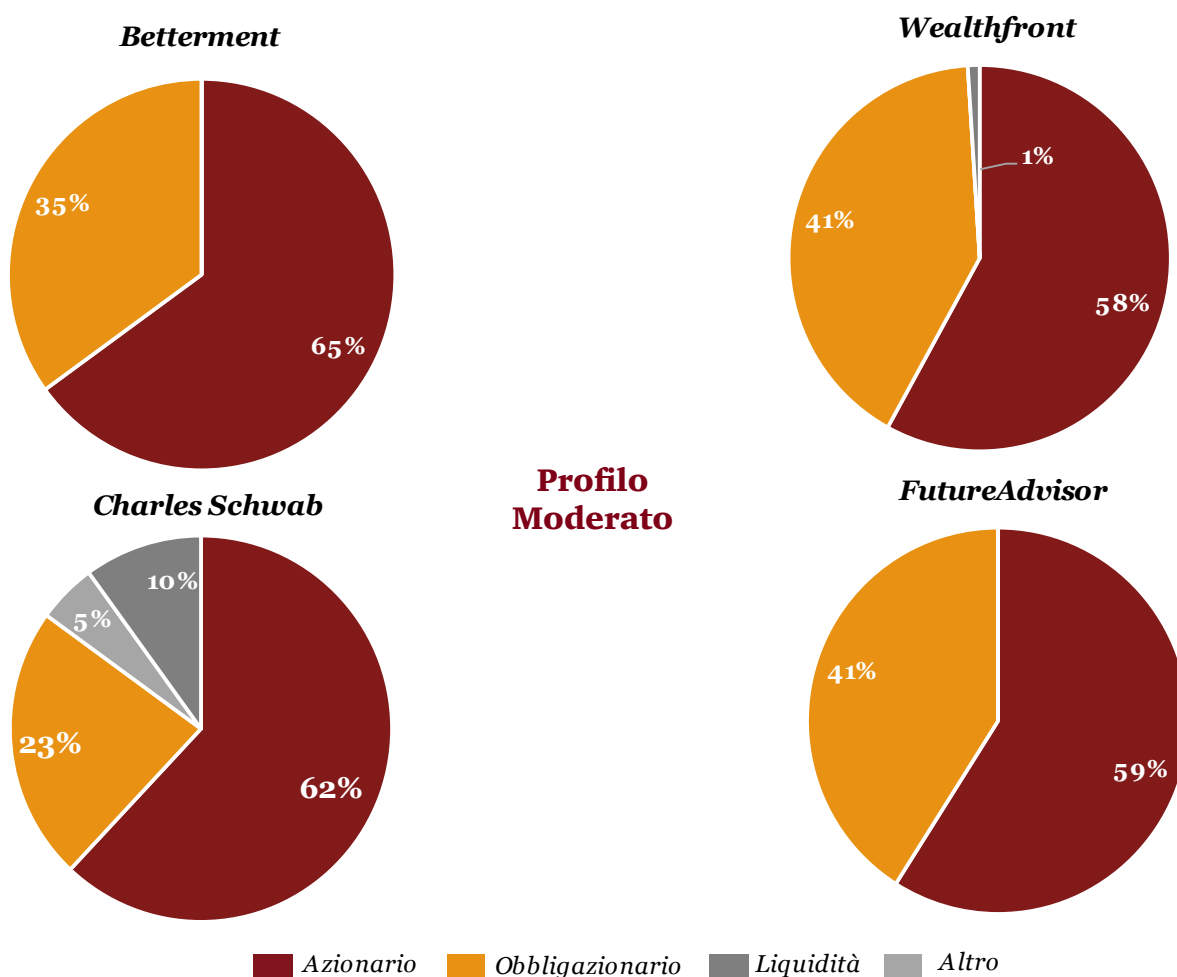
Fonte: Advisoryhq

3. **Costruzione del portafoglio ottimo**
Consiste nell'individuazione della frontiera di investimento efficiente¹⁸ e nella massimizzazione dei ritorni, coerentemente al profilo di rischio del cliente.
4. **Gestione del portafoglio**
Comprende le attività di monitoraggio, ribilanciamento, *reporting* e *tax-loss harvesting*¹⁹ per il portafoglio modello definito.

L'allocazione adottata da ciascuno dei quattro *Robo Advisor*, per quanto riguarda il profilo di rischio moderato, evidenzia una distribuzione delle classi di investimento comparabile, fatta eccezione per Charles Schwab che presenta una componente di liquidità rilevante (Figura 15). L'utilizzo della componente liquida da parte di Schwab è probabilmente connesso alla sua natura di istituzione bancaria, che determina la necessità di avere raccolta per supportare adeguatamente le proprie attività bancarie core.

Figura 15

Composizione del portafoglio moderato



Fonte: The Robo Report, Barron's 2018

¹⁸ Insieme dei panieri di investimento che non presentano alternative con lo stesso rischio e maggior ritorno o con lo stesso ritorno ed un rischio minore.

¹⁹ Vendita dei titoli in perdita effettuata in modo da compensare i guadagni nel breve termine derivanti da altri investimenti e quindi di minimizzare l'impatto fiscale sul ritorno.

A partire da questa allocazione è stata effettuata una simulazione dei rendimenti sul mercato americano, per quanto riguarda le piattaforme di *Robo Advisory* considerate, nel periodo che va dal 2011 al 2016.

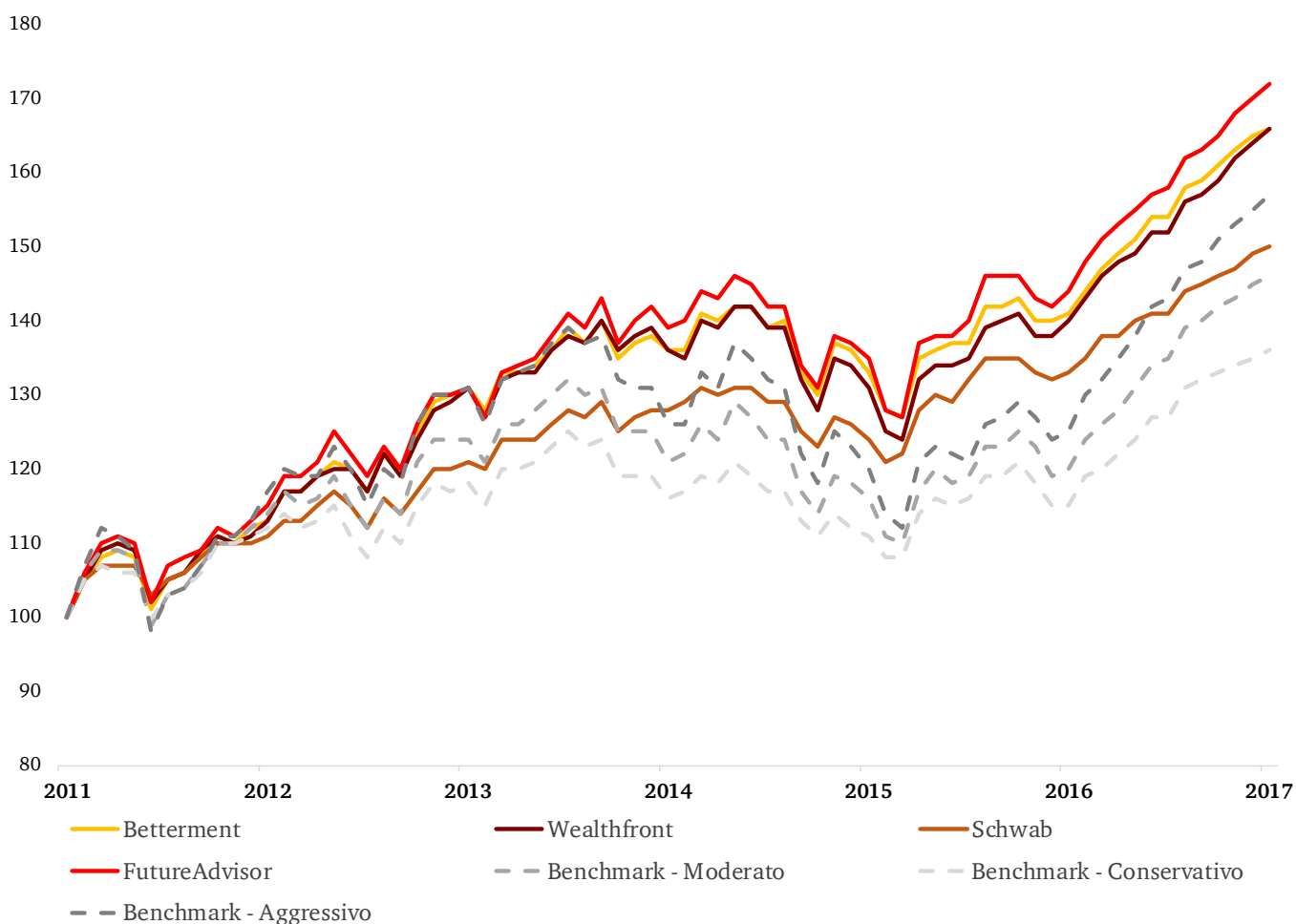
Per avere un confronto con le performance degli operatori, sono stati simulati anche i rendimenti di tre diversi profili di investimento *benchmark*:

- *benchmark* aggressivo (90% azioni, 10% obbligazioni);
- *benchmark* moderato (70% azioni, 30% obbligazioni);
- *benchmark* conservativo (50% azioni, 50% obbligazioni).

Le macro-categorie di *asset* sopracitate sono poi state suddivise in diverse categorie di investimento²⁰, e per ognuna sono stati selezionati degli ETF specifici.

Figura 16

Simulazione dei rendimenti storici di portafogli moderati gestiti in maniera automatizzata



Fonte: The Robo Report, Spiva Report

²⁰ Suddivisione seguendo la classificazione proposta da Morningstar.

I risultati della simulazione dimostrano come i quattro principali *Robo Advisor* americani abbiano ottenuto ritorni migliori rispetto ai relativi *benchmark*: il 75% delle soluzioni di *Robo Advisory* batte ogni *benchmark*, anche il più aggressivo, lungo l'orizzonte temporale di investimento considerato (2012-2017). Fanalino di coda delle soluzioni di *Robo Advisory* si è dimostrato essere *Charles Schwab*, che risulta essere la piattaforma meno performante, probabilmente a causa di una composizione più prudente del portafoglio dovuta alla presenza di liquidità che, generalmente, presenta rendimenti inferiori rispetto alle altre classi di attività. *Charles Schwab* batte, invece, gli altri due *benchmark* di riferimento, chiudendo la simulazione in positivo, con un aumento del capitale iniziale pari a circa 50%.

A partire dal 2015, tutte le piattaforme ottengono performance sistematicamente superiori a quelle del riferimento moderato, cosa che non avviene se invece si considerano i fondi statunitensi tradizionali gestiti attivamente: solo il 6,39%²¹ si è infatti dimostrato in grado di battere ogni anno il proprio *benchmark* di riferimento.

In conclusione, l'analisi mostra un'effettiva competitività delle piattaforme automatizzate rispetto alle soluzioni di gestione tradizionali, sia in termini di costo sia di rischio-rendimento. Se queste soluzioni fossero applicate e confermassero tali risultati, si potrebbe assistere a un aumento dell'efficienza di mercato sia per i consumatori sia per gli erogatori del servizio. Nel caso particolare dell'Italia, dove le prestazioni dei gestori tradizionali sono migliori rispetto ad altri mercati finanziari, la diffusione di soluzioni di *Robo Advisory* rappresenterebbe comunque una grande opportunità.

In particolare, soluzioni di tipo ibrido (B2B2C) potrebbero essere capaci di veicolare la crescente domanda di gestione del patrimonio prevista per il futuro²², garantendo allo stesso tempo prestazioni almeno comparabili ed un valido e tempestivo supporto ai gestori. Queste soluzioni risulterebbero essere le più adatte per il mercato italiano, caratterizzato da una clientela non ancora disposta a rinunciare alla mediazione di un professionista. Inoltre, sistemi così progettati determinerebbero un maggiore coinvolgimento dell'utente nel processo di gestione dell'investimento e, se usati come standard dai principali operatori del mercato, sarebbero anche in grado di veicolare attività di educazione finanziaria *just in time*²³, contribuendo al processo di miglioramento del livello di educazione finanziaria ed alla conseguente formazione di un insieme di investitori accomunati da una maggiore consapevolezza riguardo le proprie scelte di investimento.

21 Il 6,39% rappresenta la quota di fondi che si mantengono nel primo quartile dal 2015 al 2017 per quanto riguarda i rendimenti. Risulta quindi essere la stima più ottimistica per indicare i fondi che battono continuamente il proprio *benchmark* nel periodo considerato.

22 Capitolo 4.3: Posizionamento innovativo dell'Italia vs mercato in/extra EU in termini di innovazione.

23 Capitolo 1.3: Primi risultati della Strategia nazionale adottata e follow-up.

100% responders

\$5 each

84% conversion rate

costs : $\frac{\$42,000}{}$

= $\$49,843 / \text{buyer}$

89%

Upcoming Campaign



Audience Size $\frac{10,000}{}$

Response Rate $\rightarrow 10\%$
(expect, h)

Conversion Rate
average buyer

- Allianz. 2017. "When will the penny drop? Money, financial literacy and risk in the digital age."
- Backend Benchmarking. 2018. "The Robo Report, First Quarter 2018."
- Banca d'Italia. 2017. "Annual report 2016 - 123rd Financial Year."
- Banca d'Italia. 2017. "Fintech in Italia - Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari."
- Batsaikhan, Uuriintuya, e Demertzis. 2018. "Financial literacy and inclusive growth in the European Union." Bruegel. 05 09. Accessed 05 10, 2018. <http://bruegel.org/2018/05/financial-literacy-and-inclusive-growth-in-the-european-union/>.
- Bianco, Magda. 2017. "Verso una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria."
- Bjerknes, Line, e Ana Vukovic. 2017. Automated Advice: A Portfolio Management Perspective on Robo-Advisors. Norwegian University of Science and Technology.
- Burnmark. 2017. "Digital Wealth."
- Cocco, João F., Francisco J. Gomes, e Pascal J. Maenhout. 2005. "Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle." *Review of Financial Studies* 18 (2): 490-533.
- Consob. 2017. "Report on financial investments of Italian households: behavioural attitudes and approaches."
- CONSOB. 2017. "Report on financial investments of Italian households - Behavioural attitudes and approaches."
- Davis, Lindsay. 2018. Global Fintech Briefing Q1 2018. CB Insights.
- European Central Bank. 2016. "The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave."
- European Commission. 2008. "National Strategies for Financial Education Report ." 10 07.
- Eurostat. n.d. Accessed 05 10, 2018. <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.
- Fernandes, Daniel, John G. Lynch Jr., e Richard G. Netemeyer. 2014. "Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors." *Management Science*.
- Financial Advice Market Review - Baseline report, 2017, Financial Conduct Authority
- Financial Conduct Authority. 2017. "Robo Advisor: l'evoluzione del modello di consulenza finanziaria."
- Forbes. 2018. "Digitalization of Wealth Management: Providing High-Tech Service in a High-Touch Industry."
- Investing.com. n.d. Accessed 05 12, 2018. <https://www.investing.com/>.
- Jill E. Fisch, Marion Laboure, John A. Turner, The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser, 2017, University of Pennsylvania Law School - Institute for Law and Economics
- Klapper, Leora, Annamaria Lusardi, e Peter van Oudheusden. 2015. "Financial Literacy Around the World: insights from the Standard & Poor's rating services global financial literacy survey."

Lusardi, Annamaria, e Olivia S. Mitchell. 2011. "Financial literacy around the world: an overview." NBER Working Paper no. 17107(National Bureau of Economic Research).

Lusardi, Annamaria, e Peter Tufano. 2009. "Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness." NBER Working Paper no. 14808(National Bureau of Economic Research).

Madrian, Brigitte C., e Dennis F. Shea. 2001. "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior." *Quarterly Journal of Economics*(MIT Press) 116 (4): 1149-1187.

Ministero dell'Economia e delle Finanze. n.d. Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria. Accessed 05 11, 2018. <http://www.mef.gov.it/ministero/comitati/comitato-educazione-finanziaria/index.html>.

Money Advice Service. n.d. Accessed 05 09, 2018. <https://www.moneyadviceservice.org.uk/en/corporate/about-us>.

OECD. n.d. Accessed 05 10, 2018. <http://stats.oecd.org/>.

—. 2018. Elderly population (indicator) doi: 10.1787/8d805ea1-en .Accessed 05 10, 2018. <https://data.oecd.org/pop/elderly-population.htm>.

—. 2012. "High-level Principles on National Strategies for Financial Education." www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-Principles-National-Strategies-Financial-Education.pdf .

—. n.d. "Italia Country Note - Results from PISA 2015 Financial Literacy." Accessed 05 11, 2018. <http://www.oecd.org/pisa/PISA-2105-Financial-Literacy-Italy-Italian.pdf>.

PwC. 2017. "Enabling client centricity: the road to success in wealth management."

PwC. 2018. "Financial Services Top Issues 2018: l'agenda dell'Industry nel prossimo futuro."

PwC. 2017. "Global FinTech Report 2017."

PwC. 2016. "Impatti tecnologici derivanti dall'introduzione della MiFID II."

PwC. 2018. "Le Aziende del Fintech in Italia 2017."

PwC. 2016. "Robo Advisor: l'evoluzione del modello di consulenza finanziaria."

PwC. 2016. "Robo Advisory moves forward in Italy."

Quello che conta. 2017. "Programma per una «Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale» Triennio 2017-2019." www.quellocheconta.gov.it. Accessed 05 09, 2018. http://www.quellocheconta.it/it/pdf/chi_siamo/Programma_per_la_Strategia.pdf.

Soe, M. Aye, e Ryan Poirier. 2017. "Does Past Performance Matter? The Persistence Scorecard."

Soe, M. Aye, e Ryan Poirier. 2017. "SPIVA U.S. Scorecard."

United States Department of Agriculture, National Agricultural Statistics Service. 2015. "Land Values 2015 Summary."

van Rooij, Maarten, Annamaria Lusardi, e Rob Alessie. 2011. "Financial literacy and stock market participation." *Journal of Financial Economics* 101 (2): 449-472.





Contatti

Mauro Panebianco
Partner, AWM Advisory Leader

Mobile: +39 348 132 8581
mauro.panebianco@pwc.com

Adriano Gerardelli
Director, Asset & Wealth Management

Mobile: +39 320 234 8523
adriano.gerardelli@pwc.com

.....
I testi sono stati curati e redatti con la collaborazione di **Francesco Dipierro**, Strategy& e **Federica Fumagalli**, Strategy&.

L'attività di ricerca sviluppata per il presente report ha beneficiato della collaborazione del Finance Lab del Politecnico di Milano coordinato dai **Professori M. Giorgino** e **L. Grassi**.