

Discussion papers

La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario

N. Linciano, P. Soccorso



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Discussion papers

La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario

N. Linciano, P. Soccorso



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Giovanni Siciliano (coordinatore), Francesco Adria, Simone Alvaro, Valeria Caivano, Monica Gentile, Nadia Linciano, Valerio Novembre, Paola Possenti, Isadora Tarola

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Consob

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e mailto:studi_analisi@consob.it

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

(direttore responsabile Alberto Aghemo)

La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario

N. Linciano, P. Soccorso**

Abstract

La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori da parte degli intermediari è un tema cruciale sia per i regolatori sia per l'industria dei servizi di investimento. La letteratura economica e psicologica ha individuato un insieme di fattori che incidono sulle preferenze e sulla percezione del rischio da parte degli individui e una serie di accorgimenti che rendono il questionario, utilizzato dagli intermediari per la profilatura del cliente, uno strumento di rilevazione efficace. Il presente studio analizza i questionari di un campione rappresentativo di intermediari italiani, valutandone, oltre ad aspetti procedurali connessi con la strutturazione e le modalità di somministrazione, contenuti e profili linguistico-testuali alla luce della letteratura economica e psicologica. I contenuti dei questionari, sebbene complessivamente aderenti alle previsioni e all'impostazione della MiFID, risultano disallineati rispetto alle indicazioni della letteratura. I profili di maggiore criticità riguardano la rilevazione delle esperienze di investimento, spesso affidata all'auto-valutazione da parte del cliente e poco orientata a verificare la conoscenza di nozioni di base quali, ad esempio, la relazione fra rendimento atteso e rischio e il principio della diversificazione di portafoglio. Inoltre la "misurazione" dell'atteggiamento verso il rischio quasi sempre si confonde e si sovrappone con l'individuazione dell'orizzonte temporale e della finalità dell'investimento, in contrasto con le indicazioni della letteratura secondo la quale ciascuna di queste variabili dovrebbe essere rilevata autonomamente poiché influenzata da fattori differenti. Rispetto ai profili linguistico-testuali, le domande spesso non sono univoche, poiché si riferiscono a più temi contemporaneamente, ovvero contengono termini tecnici che possono comprometterne la comprensione; in particolare la rilevazione dell'attitudine verso il rischio manca di quegli accorgimenti stilistici e lessicali che, secondo la finanza comportamentale, consentono di evitare risposte condizionate da eventuali limiti cognitivi e comportamentali del cliente. Le principali criticità evidenziate nel presente studio sono state riscontrate anche dalle Autorità di vigilanza di altri paesi europei.

JEL Classifications: D03, G11

* CONSOB, Divisione Studi, Ufficio Studi Economici.

Indice

Introduzione	5
1 Tolleranza al rischio e preferenze intertemporali	6
1.1 Il paradigma dell'utilità attesa	6
1.2 La finanza comportamentale	9
1.3 Il contributo delle neuro-scienze	14
2 La rilevazione della tolleranza al rischio e delle preferenze intertemporali	15
2.1 Le indicazioni della letteratura	15
Gli strumenti economici	15
Gli strumenti psicologici	18
2.2 Disegnare un questionario	20
3 I contenuti dei questionari secondo la MiFID: un confronto con le indicazioni della letteratura	22
3.1 Esperienze e conoscenze del cliente	25
3.2 Situazione finanziaria	26
3.3 Obiettivi di investimento	26
Periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento	26
Preferenze in materia di rischio e profilo di rischio	27
Finalità dell'investimento	27
4 Le iniziative delle Autorità di vigilanza in materia di rilevazione dell'attitudine al rischio	28
5 I questionari utilizzati dagli intermediari italiani	32
5.1 Strutturazione e somministrazione dei questionari	34
5.2 Analisi dei questionari	38
I contenuti	38
Alcuni profili di validità e attendibilità	41
Conclusioni	46
Riferimenti bibliografici	49
Appendice	53

Introduzione

La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori da parte degli intermediari è un tema cruciale sia per i regolatori sia per l'industria dei servizi di investimento. Il legislatore della MiFID, infatti, indica le preferenze verso il rischio e il profilo di rischio del cliente tra le informazioni che gli intermediari sono tenuti ad acquisire per formulare raccomandazioni adeguate quando effettuano consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio. Anche per gli intermediari la corretta misurazione della tolleranza al rischio dovrebbe essere un obiettivo cui tendere, per le opportunità che possono derivarne in termini di maggiore efficienza e maggiore competitività. Identificare in maniera più accurata possibile l'attitudine al rischio del cliente, in modo da consigliare le scelte a lui più adeguate, consente infatti di costruire relazioni solide e di contenere possibili cali di fiducia che si acquiscono soprattutto nelle fasi congiunturali negative, quale quella attuale.

Lo strumento utilizzato dagli intermediari per la rilevazione dell'attitudine al rischio è, come noto, il questionario che raccoglie anche ulteriori informazioni su caratteristiche socio-demografiche dei clienti, situazione finanziaria, obiettivi e orizzonte temporale di investimento, etc.. L'evidenza sull'efficacia del questionario mostra profili di criticità anche in contesti, come quello anglossassone, nei quali l'attività di *financial advising* vanta una tradizione consolidata. In particolare questionari diversi somministrati agli stessi individui forniscono misurazioni della tolleranza al rischio discordanti nella maggior parte dei casi; l'assunzione di rischio effettiva che emerge dalle scelte di portafoglio (*risk taking behaviour*) non sempre riflette la tolleranza al rischio così come misurata attraverso il questionario. Sebbene il primo profilo possa, sotto certe condizioni di cui si dirà meglio nel seguito, risultare compatibile con il rispetto del principio di adeguatezza, la divergenza tra atteggiamento al rischio desumibile dai comportamenti e atteggiamento al rischio rilevato dall'intermediario lascia supporre che i margini di intervento per migliorare gli strumenti di rilevazione siano ampi.

Alcuni regolatori europei hanno già adottato iniziative in questa direzione. In particolare l'Autorità francese dei mercati finanziari (AMF) ha pubblicato un documento che si spinge a suggerire un metodo di misurazione quantitativo, mentre l'Autorità britannica (FSA) e l'ESMA, pur riconoscendo l'insufficienza dei questionari utilizzati dall'industria, formulano linee guida che afferiscono soprattutto alla tipologia di informazioni da raccogliere e alle procedure relative all'intero processo di valutazione di adeguatezza senza entrare nel merito della misurazione della tolleranza al rischio.

Nell'individuare i possibili interventi migliorativi non si può non partire dalla nozione di tolleranza al rischio. Definita spesso come il livello di rischio finanziario che il soggetto è disposto a sostenere, essa viene talvolta considerata equivalente al concetto di avversione/propensione al rischio formulato dalla teoria economica classica. Benché le due grandezze appaiano correlate, tuttavia, i contributi più recenti fanno riferimento a una definizione più articolata che combina la nozione classica di avversione/propensione al rischio con quelle di attitudine al rischio, capacità di

rischio e conoscenza del rischio; l'attitudine al rischio si qualifica come un atteggiamento psicologico, di più difficile misurazione rispetto alla capacità, che riguarda la posizione economico-finanziaria dell'individuo, o alla conoscenza del rischio (Cordell, 2001).

La nozione di rischio alla quale fare riferimento è un ulteriore snodo cruciale per la misurazione della tolleranza al rischio. La finanza classica si rifà a un concetto oggettivo, quantificabile con opportuni metodi statistici, sintetizzabile in un solo parametro (la varianza, il *downsize risk*, il beta del CAPM etc.) e declinabile rispetto a diversi profili (rischio di credito, mercato, liquidità...). Per contro la finanza comportamentale si rifà a una nozione soggettiva, le cui componenti, afferenti sia a specifici tratti psicologici sia alla sfera emotiva, concorrono a disattivare i meccanismi cognitivi di percezione del rischio e a rendere meno efficaci le misure standard dello stesso.

È evidente, quindi, che a fronte di tanta complessità la rilevazione della tolleranza al rischio richiede una rosa di strumenti ampia, in grado di combinare i suggerimenti della letteratura economica classica con le indicazioni della finanza comportamentale e della psicomètria, ossia della scienza che studia la misurazione delle grandezze psicologiche.

Il presente studio analizza i questionari utilizzati da un campione costituito da 20 intermediari italiani alla luce delle indicazioni desumibili dalla letteratura economica e psicologica, con l'obiettivo di individuarne le maggiori criticità e i miglioramenti possibili. Esso non mira, invece, a individuare un questionario-tipo e in tal senso si differenzia dallo studio pubblicato dall'Autorità francese AMF.

Il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo 2 espone in sintesi i contributi della teoria economica neoclassica, della finanza comportamentale e delle neuroscienze in tema di tolleranza al rischio e preferenze intertemporali. Segue al paragrafo 3 la rassegna degli strumenti di tipo economico e psicologico che hanno trovato applicazione nella misurazione della tolleranza al rischio e nella definizione dei profili di strutturazione di un questionario, con particolare riguardo agli strumenti utilizzabili, agli *items*, alla tipologia e alla formulazione delle domande. Il paragrafo 4 riporta una valutazione delle indicazioni della MiFID in materia di rilevazione della tolleranza al rischio alla luce della teoria economica. Le iniziative dell'AMF, della FSA e dell'ESMA in materia di valutazione di adeguatezza sono riportate al paragrafo 5. Il lavoro si conclude con l'analisi dei questionari utilizzati dagli intermediari, che ha riguardato i profili procedurali connessi con la strutturazione e le modalità di somministrazione dei questionari, i contenuti, alla luce delle prescrizioni della MiFID e della letteratura economica, gli aspetti di *layouting*, struttura e i profili linguistico-testuali.

1 Tolleranza al rischio e preferenze intertemporali

1.1 Il paradigma dell'utilità attesa

La teoria finanziaria classica sulle scelte di portafoglio si fonda sull'ipotesi di razionalità: gli individui scelgono in modo da massimizzare il proprio benessere dati i

vincoli di mercato (*razionalità del processo*), sulla base di preferenze preesistenti, stabili e coerenti (*razionalità delle preferenze*) e dopo aver acquisito ed elaborato, secondo la teoria delle probabilità, tutte le informazioni disponibili (*razionalità delle percezioni*). Le scelte in condizioni di incertezza, quali quelle di investimento, si basano sul modello di rappresentazione delle preferenze definito dalla teoria dell'utilità attesa. In estrema sintesi, questa teoria si fonda sull'assunto che l'utilità di un soggetto che opera in condizioni di incertezza possa essere definita come una media ponderata delle utilità di ogni stato possibile, essendo i pesi pari alle probabilità delle singole alternative. Questo modello consente di rappresentare le preferenze di individui avversi, propensi ovvero neutrali rispetto al rischio.

In particolare se la funzione di utilità è concava (convessa), l'agente è avverso (propenso) al rischio; nel caso di funzione lineare si parla invece di neutralità al rischio. L'attitudine al rischio può essere definita con riferimento ai concetti di equivalente certo (EC) e di premio al rischio (PR). L'EC è pari alla somma di denaro certa che l'individuo ritiene equivalente al valore atteso di un'attività rischiosa; il PR è la somma massima che l'individuo è disposto a pagare per detenere il valore atteso dell'attività rischiosa piuttosto che il suo equivalente certo. Per un soggetto avverso al rischio, il PR è positivo.

Il grado di avversione al rischio si misura attraverso un insieme di indici, quali l'indice di avversione assoluta al rischio e l'indice di avversione relativa¹. Un passaggio importante per la rappresentazione dell'attitudine al rischio degli individui concerne, poi, la specificazione della forma funzionale dell'utilità attesa. Sotto certe condizioni, il modello media-varianza, che riconduce le decisioni individuali al binomio rischio-rendimento, è coerente con la teoria dell'utilità attesa².

Nell'approccio media-varianza, l'utilità attesa cresce con il valore atteso della ricchezza e diminuisce con la varianza della ricchezza. Sebbene nella sua specificazione più semplice sia analiticamente trattabile, il modello media-varianza presenta diversi inconvenienti: anzitutto implica che l'utilità della ricchezza aumenti fino a un punto di massimo, per poi diminuire, violando così l'ipotesi di razionalità; in secondo luogo, manca di realismo in quanto implica che l'avversione al rischio cresca al crescere della ricchezza. Per superare questa implicazione poco realistica, sono state utilizzate specificazioni dell'utilità attesa alternative, che riescono a rappresentare diverse ipotesi circa l'andamento dell'avversione al rischio rispetto alla ricchezza.

Si ricordano, in particolare, la funzione di utilità CARA (*Constant Absolute Risk Aversion*) che rappresenta preferenze con avversione assoluta al rischio costante rispetto alla ricchezza, DARA (*Decreasing Absolute Risk Aversion*) e IARA (*Increasing Absolute Risk Aversion*); una classe di funzioni di utilità di notevole rilevanza in ambito teorico è quella HARA (*Hyperbolic Absolute Risk Aversion*) o funzione di utilità con avversione al rischio iperbolica.

- 1 L'indice di avversione assoluta al rischio è pari al reciproco del rapporto tra la derivata prima e la derivata seconda dell'utilità. L'indice di avversione relativa si ottiene moltiplicando il rapporto precedente per la ricchezza; esso consente di calcolare come varia l'attitudine al rischio di un soggetto al variare della ricchezza. Entrambi gli indici sono positivi nel caso di avversione al rischio e negativi nel caso contrario.
- 2 In generale un portafoglio determinato secondo l'approccio dell'utilità attesa non è efficiente in media-varianza salvo il caso in cui la funzione di utilità, definita rispetto alla ricchezza, è quadratica. La forma quadratica rappresenta le preferenze di individui avversi al rischio.

Il modello "base" dell'utilità attesa può essere arricchito attraverso varie estensioni. Anzitutto, si può tenere conto del cosiddetto *background risk*, ossia del rischio del capitale umano che, generalmente, non è assicurabile. Al crescere del *background risk* si riduce la propensione a detenere attività rischiose; agisce nella stessa direzione un aumento della correlazione tra capitale umano e rendimenti delle attività finanziarie³.

L'introduzione di vincoli di liquidità e costi di transazione costituisce un'ulteriore estensione che rende il modello più realistico. I vincoli di liquidità comportano un aumento dell'avversione al rischio (in un contesto dinamico, infatti, essi riducono la capacità degli individui di distribuire il consumo nel tempo in modo omogeneo, ossia di reagire a shock avversi attraverso una temporanea riduzione del risparmio e il ricorso a prestiti). I costi di transazione penalizzano l'ingresso sui mercati finanziari se assumono la forma di costi fissi di ingresso, mentre hanno un effetto ambiguo se sono variabili.

La composizione del nucleo familiare è un altro fattore rilevante ai fini delle scelte di portafoglio. Nel modello classico dell'utilità attesa, a parità di reddito pro-capite, le famiglie più numerose dovrebbero esibire una maggiore propensione verso il rischio poiché, in estrema sintesi, è maggiore il numero di soggetti con i quali condividere il rischio di portafoglio.

Il passaggio da un modello statico a uno dinamico consente di esaminare l'impatto dell'orizzonte di investimento (e quindi dell'età) dell'individuo sulle scelte di portafoglio. In un contesto dinamico l'indicatore di avversione al rischio coglie l'atteggiamento verso fluttuazioni intertemporali della ricchezza e del consumo. Nel complesso la relazione tra età, avversione alle oscillazioni del consumo e scelte di portafoglio è ambigua, salvo che non siano soddisfatte alcune ipotesi circa la forma funzionale delle preferenze.

In particolare l'orizzonte temporale non rileva quando la funzione di utilità è CARA: in questo caso, infatti, il comportamento ottimale è miope, nel senso che in ogni periodo il soggetto massimizza la propria utilità come se fosse l'ultimo. La relazione è dubbia per specificazioni diverse da quella CARA. Date certe ipotesi sul tasso *risk-free* e sulle preferenze, infatti, i soggetti più giovani godono di un effetto ricchezza positivo, avendo l'opzione di investire in attività mediamente più redditizie per un periodo più lungo di quello disponibile ai meno giovani, e sono quindi incentivati a investire in attività rischiose. Ciò comporta, tuttavia, un aumento del *background risk* per il futuro e riduce la propensione al rischio per le scelte correnti. L'effetto complessivo è quindi ambiguo.

3 La maggior parte degli *shocks* macroeconomici agiscono su queste grandezze nella medesima direzione, incidendo sulla produttività marginale del lavoro (e dunque sui salari) e sulla produttività marginale del capitale (e dunque sui rendimenti delle attività finanziarie). Alcuni studi empirici mostrano che questa correlazione è minore rispetto alle attività finanziarie estere e che, pertanto, sarebbe ottimale detenere una quota maggiore di titoli esteri: tuttavia il fenomeno dell'*home bias* agisce, come noto, in senso contrario determinando un'eccessiva "esposizione" verso il mercato domestico.

Nel contesto classico, infine, le scelte degli individui sono dinamicamente coerenti: una decisione ottimale in un dato momento rimane tale al passare del tempo. Questo risultato discende dal modello dell'utilità scontata, in base al quale l'individuo calcola l'utilità delle alternative disponibili nel tempo come la somma ponderata delle utilità di tutte le alternative attualizzate al tasso di sconto soggettivo. Da alcune ipotesi sulla stabilità del tasso soggettivo di sconto discendono due implicazioni: con riferimento a un certo orizzonte temporale, se un investimento è preferito a un altro lo sarà per qualsiasi data futura, in ogni periodo; inoltre se un soggetto è indifferente tra due alternative separate da un dato intervallo temporale, continuerà a esserlo anche se, a parità di intervallo, esse vengono entrambe posticipate o anticipate.

1.2 La finanza comportamentale

La finanza comportamentale trae impulso dall'osservazione di scelte individuali che sistematicamente violano l'ipotesi di razionalità alla base della teoria classica⁴. Gli individui, in particolare, non appaiono in grado di acquisire ed elaborare correttamente l'informazione disponibile; al contrario, in occasione delle scelte in condizioni di incertezza, tra cui anche quelle di investimento, sembrano inclini ad applicare regole approssimative (cosiddette euristiche) che consentono di semplificare e di rendere trattabili i problemi (violazione della razionalità delle percezioni).

Le euristiche rilevanti nell'ambito dell'acquisizione ed elaborazione delle informazioni sono la familiarità, la rappresentatività e l'ancoraggio. La familiarità falsa la rappresentazione della frequenza di un determinato evento che viene guidata dalla notorietà e dalla facilità con cui si possono costruire scenari (recuperabilità); la rappresentatività fa sì che i giudizi di probabilità siano formulati sulla base di stereotipi e situazioni familiari; l'ancoraggio genera un effetto inerziale rispetto a un'ipotesi iniziale o a un'informazione saliente che agisce da ancora, trattenendo a sé gli aggiustamenti successivi.

Alcuni tratti psicologici, inoltre, sembrano indurre gli individui a decidere sulla base di preferenze che non sono stabili e ben definite, bensì mutevoli a seconda del contesto di riferimento (violazione della razionalità delle preferenze). Tali fattori sono alla base di errori di valutazione sistematici e incoerenze che violano la razionalità del processo decisionale. La finanza comportamentale descrive e spiega tali violazioni applicando l'apparato teorico della psicologia cognitiva, ossia dello studio dei processi di elaborazione delle informazioni⁵.

4 Sebbene spesso presentata in contrapposizione alla teoria finanziaria classica, la finanza comportamentale si pone in realtà su un piano epistemologico differente. La prima, infatti, è una teoria normativa che definisce cosa fare per ottenere risultati ottimi; la seconda è invece una teoria descrittiva, in quanto mira a descrivere e spiegare i comportamenti più diffusi.

5 Sul piano teorico la prima formalizzazione delle scelte in condizioni di incertezza alla luce dei bias cognitivi e delle distorsioni percettive illustrate dalla finanza comportamentale si deve a Kahneman e Tversky (1979) con la cosiddetta teoria del prospetto, di cui la teoria cumulata del prospetto costituisce un successivo sviluppo.

La violazione delle ipotesi di razionalità delle percezioni e delle preferenze conduce, tra le altre cose, a un disallineamento tra il rischio oggettivo e il rischio percepito dall'individuo. Oltre che dalle euristiche, tale disallineamento è alimentato dal cosiddetto effetto certezza, che induce a sovra/sotto-ponderare le probabilità associate agli eventi possibili, anche quando esse sono note e non devono essere stimate; da componenti emotive; dal grado di ottimismo, dalla eccessiva fiducia nelle proprie abilità (*overconfidence*) o verso gli altri⁶. Tali fattori, inoltre, interagiscono con il genere e lo status coniugale. Infine, il punto assunto a riferimento per la valutazione delle alternative di investimento, le modalità di rappresentazione del problema (*framing effect*), la prevalenza di prospettive di guadagno o di perdita e l'esperienza pregressa rendono instabili e mutevoli le preferenze verso il rischio (Riquadro 1).

La tolleranza al rischio varia anche a seconda del contesto di riferimento: ad esempio un individuo potrà apprezzare il rischio nell'ambito del tempo libero e rifugiarsi quando compie scelte finanziarie. Per essere informativa rispetto alla effettiva propensione individuale ad esporsi al rischio finanziario, la misurazione della tolleranza al rischio quindi deve essere effettuata con esplicito riferimento al contesto finanziario. Anche nel contesto finanziario gli individui potrebbero esibire atteggiamenti verso il rischio variabili in funzione degli obiettivi perseguiti e del "conto mentale" a cui tali obiettivi si riferiscono. È ampiamente documentata, infatti, la propensione a organizzare le scelte economiche mediante un vero e proprio sistema di conti mentali (*mental accounting*) nei quali il denaro viene suddiviso in differenti budget per le spese e in differenti categorie di ricchezza e reddito (Thaler, 1985 e 1989). Violando il principio di fungibilità del denaro, in base al quale le risorse monetarie sono sostituibili a prescindere dalla fonte da cui provengono o dall'impiego a cui sono destinate, gli individui sembrerebbero avere un atteggiamento verso il rischio differente a seconda della fonte di provenienza del reddito e della ricchezza. In particolare, essi sarebbero meno restii a rischiare il denaro ottenuto in seguito a una vincita o un investimento, come se utilizzassero denaro di altri (ossia, denaro del banco – *house money effect*). Di conseguenza tutte le volte che un conto mentale si chiude in attivo, la propensione al rischio aumenta e viceversa nel caso di chiusura in perdita; tuttavia perdite pregresse molto significative possono incentivare l'assunzione di ulteriori rischi nella speranza di ripristinare la ricchezza iniziale (effetto *break even*; Thaler e Johnson, 1990)⁷.

- 6 Con specifico riferimento alle scelte di investimento si distingue tra fiducia generalizzata e fiducia verso il sistema finanziario. Le conclusioni che emergono da diversi studi, economici e di neuro-economia, mostrano che la propensione a investire in strumenti finanziari aumenta al crescere del grado di fiducia e che quest'ultimo sembra essere correlato positivamente con il reddito e la familiarità con il funzionamento del sistema finanziario.
- 7 La frequenza della chiusura dei conti non seguirebbe regole oggettive e razionali, quanto invece regole soggettive che possono indurre a una valutazione scorretta dei guadagni o delle perdite. Tale aspetto è particolarmente rilevante nell'ambito delle scelte di investimento, poiché la frequenza di chiusura del conto può essere troppo elevata, distorcendo l'atteggiamento verso il rischio nelle decisioni successive. Ad esempio, i conti relativi agli investimenti azionari mediamente verrebbero chiusi con frequenza annuale, ossia con riferimento a un orizzonte temporale troppo breve.

La teoria della contabilità mentale fornisce una chiave di lettura dell'approccio "piramidale" con il quale gli individui sembrano costruire il proprio portafoglio, trovando peraltro conferma nei suggerimenti spesso formulati dai consulenti finanziari. La piramide degli investimenti è articolata su vari livelli, ognuno dei quali corrisponde a un particolare bisogno e a una certa tipologia di prodotti finanziari. Lo strato inferiore, in particolare, soddisfa i bisogni di sicurezza e solidità, ai quali si fa fronte con investimenti poco rischiosi (depositi, titoli a breve scadenza, fondi di liquidità); seguono poi gli strati corrispondenti ad aspirazioni di guadagno via via più ambiziose, alle quali sono associati investimenti con un maggior potenziale di rendimento e rischi più elevati; al vertice si collocano, infine, gli investimenti più rischiosi in assoluto.

La piramide degli investimenti rappresenta un modo di pensare per conti mentali, corrispondendo i vari livelli della piramide al "conto sicurezza", "maggior potenziale" e così via. La maggior parte degli individui, infatti, sembrerebbe suddividere il proprio portafoglio a strati basati su sicurezza e potenziale, preferendo concentrarsi prima sulla sicurezza e poi sul potenziale (Shefrin, 2000). Sebbene possa favorire comportamenti oculati, evitando che le perdite derivanti da investimenti molto rischiosi intacchino i fondi destinati a soddisfare bisogni ritenuti essenziali, questo atteggiamento, tuttavia, può condurre a scelte inefficienti. L'esempio tipico è quello di un soggetto che classifica l'acquisto di beni durevoli differenti (ad esempio, seconda casa e automobile) in conti separati, indebitandosi poi per l'acquisto di uno di essi a un costo superiore al rendimento ottenuto sui risparmi destinati all'acquisto dell'altro.

La finanza comportamentale, infine, ha indagato anche il tema delle scelte intertemporali, rilevando diverse anomalie che non sono agevolmente conciliabili con l'impostazione classica della teoria dell'utilità scontata. Il tasso di sconto, infatti, non sembra stabile ma variabile a seconda del contesto (situazione economica personale, politica, macroeconomica, etc.) e, in modo inverso, rispetto alla grandezza delle somme considerate; anche il fatto che la somma attesa sia una perdita o un guadagno avrebbe un ruolo, sebbene ambiguo⁸. Il tasso di sconto dipenderebbe altresì dal ritardo con il quale una somma è disponibile rispetto al momento in cui è stata effettuata la relativa scelta: una decisione ottimale in un dato momento, quindi, non necessariamente rimane tale al passare del tempo (cosiddetta incoerenza dinamica).

L'incoerenza dinamica emerge rispetto a opzioni che prevedono un ritardo, rispetto al periodo corrente, nella realizzazione del risultato. In questo caso, emerge la tendenza a preferire l'alternativa più vicina nel tempo, salvo poi optare per quella più lontana al crescere dell'intervallo che separa il momento della scelta dalla realizzazione dell'alternativa stessa (*preference reversals*). Tale anomalia è rappresentabile attraverso funzioni di utilità che utilizzano il cosiddetto sconto iperbolico (che lega il fattore di sconto al ritardo con il quale si realizza una certa opzione e a un parametro soggettivo che assegna un peso al ritardo stesso) e lo sconto quasi-iperbolico (il fattore di sconto tradizionale è pesato con un parametro soggettivo).

8 Si veda ASSB (2009) per una rassegna sintetica della letteratura sul tema.

Riquadro 1

Percezione e attitudine al rischio secondo la finanza comportamentale

Secondo l'evidenza sperimentale, raramente gli individui percepiscono il rischio come una grandezza oggettiva e misurabile (Mertz, Slovic e Purchase, 1998; Ganzach, 2000; Slovic, 2000). La percezione del rischio viene influenzata dalle euristiche e, in particolare, da familiarità e disponibilità: ad esempio, i titoli che godono di una maggiore copertura mediatica possono essere considerati più sicuri di altri, o addirittura descrivibili attraverso una relazione rischio/rendimento negativa.

Il ricorso alle euristiche, semplificando il processo di elaborazione delle informazioni, può rafforzare alcuni tratti psicologici, che a loro volta incidono sulla percezione del rischio, quali l'ottimismo e l'eccesso di fiducia nelle proprie abilità (*overconfidence*). Il primo consiste nell'attitudine a formulare previsioni sistematicamente distorte verso l'alto; la seconda si estrinseca nella *miscalibration*, ovvero nella tendenza a sottostimare sistematicamente la varianza di un fenomeno, nella convinzione di essere migliore della media e nell'illusione di poter controllare gli eventi anche quando essi dipendono da fattori esogeni o casuali. L'analisi teorica e, seppure in modo non univoco, quella empirica mostrano che gli individui più *overconfident* tendono ad assumere più rischi degli altri. Sul piano pratico ciò implica che la misurazione della tolleranza al rischio deve rilevare anche il grado di ottimismo e *overconfidence* per risultare indicativa della reale propensione a scegliere investimenti rischiosi (Nosic e Weber, 2010).

La percezione del rischio può essere sensibile anche alla valenza positiva o negativa attribuita a un determinato titolo sulla base di associazioni mentali che prescindono da valutazioni di tipo economico-finanziario (MacGregor et al. 2000).

Un ruolo fondamentale viene svolto altresì dalla componente emotiva. Loewenstein et al. (2001) hanno coniato l'espressione *risk-as-feeling* per evidenziare il fatto che i processi decisionali in condizioni di incertezza si fondano non solo sulla valutazione "cognitiva/razionale" del rischio ma anche su reazioni emotive. Laddove tali valutazioni siano divergenti, le seconde in genere prevalgono sulle prime. Inoltre, mentre la componente razionale del processo di valutazione del rischio è sensibile a variazioni delle probabilità associate agli esiti possibili, la componente emotiva sembra non esserlo.

Un ulteriore tratto psicologico che incide sulla percezione del rischio è il cosiddetto effetto certezza. Gli individui assegnano un valore spropositato alla certezza: come mostrano alcuni esperimenti, variazioni della probabilità di un evento di un certo ammontare pesano di più se corrispondono all'eliminazione del rischio *tout court* piuttosto che alla sua mera riduzione (in altri termini, il passaggio da una probabilità del 100% a una del 90% è più significativo del passaggio dal 50 al 40%). Tale preferenza sembra indurre gli individui a ritenere certi eventi che sono solo probabili e a sottovalutare, ovvero a ignorare, gli eventi molto poco probabili perché ritenuti impossibili; ciò si collega, peraltro, alla difficoltà di comprendere la differenza tra valori delle probabilità ritenuti contigui (eventi con probabilità pari a rispettivamente a 70, 80, 90% possono essere percepiti tutti come eventi non certi ma, tuttavia, egualmente verosimili). Gli errori legati all'effetto certezza comportano, contrariamente a quanto previsto dalla teoria standard, una distorsione del valore delle probabilità oggettive in dipendenza del valore delle probabilità stesse. Le probabilità, cioè, sono ponderate in modo non lineare con pesi variabili a seconda della "posizione" nell'intervallo (0, 1). L'effetto certezza introduce, quindi, un fattore distorsivo nel processo decisionale diverso e ulteriore rispetto a quello derivante dagli errori di calcolo delle probabilità, in quanto si manifesta anche quando le probabilità non devono essere stimate ma sono note.

L'effetto certezza viene meno nel dominio negativo, se cioè i risultati delle possibili alternative sono tutti negativi. In altri termini, a una perdita certa gli individui preferiscono una perdita probabile, anche se di valore atteso superiore. All'avversione al rischio rilevata nella regione dei guadagni subentrano, quindi, comportamenti di propensione al rischio nella regione delle perdite. A differenza di quanto previsto dalla teoria standard, quindi, guadagni e perdite non sono considerati nello stesso modo: un effetto riflesso dei risultati intorno allo zero inverte specularmente le schede di scelta. Da ciò discende una violazione significativa dell'approccio classico alle scelte in condizioni di incertezza: l'atteggiamento verso il rischio non è costante ma varia a seconda del dominio dei risultati attesi.

Gli individui, inoltre, sono avversi alle perdite, ossia sono molto più sensibili alla possibilità di perdere rispetto alla possibilità di guadagnare un determinato importo: secondo l'evidenza sperimentale il rapporto tra il dispiacere legato a una perdita e il piacere derivante da un guadagno di uguale ammontare è stimabile attorno a 2:1 (tra le misure oggettive di rischio esso trova un suo corrispondente nel *downside risk*). L'avversione alle perdite può generare inerzia nei comportamenti, con conseguenze spesso negative, e favorire atteggiamenti di *short termism* (cosiddetta *myopic loss aversion*).

Un ulteriore fattore distorsivo della percezione del rischio è dovuto alla attitudine degli individui a valutare una determinata opzione con riguardo non al livello quanto alle variazioni di ricchezza che essa può comportare rispetto a un punto di riferimento iniziale (solitamente l'ammontare dell'investimento o la ricchezza iniziale). Anche questo aspetto configura una violazione delle ipotesi alla base della teoria dell'utilità attesa.

Le preferenze verso il rischio, poi, non sono stabili rispetto alle modalità di rappresentazione di un problema (*framing effect*). Un esempio di *framing effect* è noto come *isolation effect*, corrispondente alla propensione degli individui a concentrare "arbitrariamente" l'attenzione su un sotto-insieme di elementi, trascurandone altri ugualmente importanti. Poiché un problema può essere scomposto in più modi, situazioni equivalenti possono essere affrontate in modo diverso. Ad esempio, quando una decisione è descritta in termini di possibili guadagni gli individui sono avversi al rischio e preferiscono attività finanziarie con bassa volatilità e rendimenti più contenuti; sono viceversa propensi al rischio quando la stessa decisione è descritta in termini di possibili perdite, poiché sono disposti ad accettare una maggiore volatilità pur di contenere le perdite (Olsen, 1997).

L'atteggiamento verso il rischio sembra essere influenzato anche dal risultato di decisioni pregresse: mentre per la finanza classica le scelte dipendono unicamente dalla ricchezza attuale e non dalle modalità con le quali essa è stata ottenuta (perdite o guadagni precedenti), l'evidenza empirica e sperimentale mostra che in genere la propensione al rischio può aumentare dopo aver realizzato un guadagno, e stimolare, viceversa, un atteggiamento più conservativo dopo aver subito una perdita.

La percezione e l'assunzione di rischio, infine, sembrano essere molto diverse a seconda del genere. Le donne adotterebbero un atteggiamento più prudente in occasione delle decisioni di investimento e, di conseguenza, rispetto agli uomini sono più frequentemente destinatarie di proposte di investimento relative a prodotti poco rischiosi (Eckel e Grosman 2002; Merrill Lynch, 1996). Le differenze di genere, comunque, sembrano più accentuate nel caso di individui *single*. I soggetti sposati, per contro, si influenzano a vicenda secondo dinamiche che, come evidenziato da alcuni recenti contributi, dipendono anche dalla distribuzione della ricchezza finanziaria all'interno della famiglia e dalla professione e dal livello di istruzione dei coniugi (Gilliam et al., 2010).

L'incoerenza dinamica segnala un problema di auto-controllo che può alimentare insoddisfazione rispetto a scelte che, pur apparendo ottimali nel momento in cui sono state effettuate, diventano meno attraenti al passare del tempo. Per contrastare questo fenomeno, gli individui possono adottare azioni di *commitment*, ossia vincolarsi a prendere decisioni "virtuose". Quando il *commitment* "volontario" è insufficiente, tuttavia, può essere necessario l'intervento pubblico: nel campo delle scelte previdenziali, ad esempio, è efficace strutturare l'adesione al piano pensionistico aziendale come alternativa di *default*, ferma restando la possibilità di un *opting-out* esplicito da parte del lavoratore.

1.3 Il contributo delle neuro-scienze

La neuro-economia studia i processi decisionali in ambito economico analizzando il funzionamento della mente umana e, in particolare, le aree neuronali che si attivano in corrispondenza di determinate scelte, come quelle in condizioni di incertezza⁹.

Gli esperimenti neuro-economici confermano il carattere sistematico dei *bias* illustrati dalla finanza comportamentale visto che le aree cerebrali che si attivano in determinate situazioni stimolano sempre le stesse reazioni. Ad esempio, la sola anticipazione di un guadagno monetario attiva alcune aree del cervello che possono alterare la percezione tra rischio e rendimento a favore di quest'ultimo; inoltre mentre il guadagno atteso viene percepito immediatamente, la relativa probabilità viene stimata in un secondo momento tanto che variazioni della stessa inducono reazioni ritardate rispetto a quelle innescate da variazioni nel guadagno.

Anche l'avversione alle perdite sembra trovare le sue radici nel funzionamento delle aree neuronali, che elaborano sensazioni negative come ansia e paura e indirizzano le scelte sulla base delle esperienze passate. L'evidenza sperimentale, ad esempio, ha mostrato che la maggior parte dei soggetti sani evita il rischio dopo aver subito una serie di perdite finanziarie, mentre tale comportamento non ricorre nei soggetti con lesioni cerebrali che li hanno resi insensibili al dolore (Mottetlini, 2010).

Un ulteriore tema esplorato dalla neuro-economia riguarda le scelte intertemporali. L'incoerenza dinamica sembrerebbe trovare giustificazione nell'interazione tra più aree cerebrali che individuano priorità configgenti tra loro, inducendo comportamenti che, come già ricordato, sono stati rappresentati nell'ambito della modellistica classica, attraverso l'introduzione del concetto di sconto iperbolico, ovvero nell'ambito della finanza comportamentale, mediante la specificazione di funzioni di utilità alternative a quella dell'utilità attesa.

9 L'analisi neuro-economica abbandona l'ipotesi di razionalità delle preferenze, al pari della finanza comportamentale da cui prende le mosse, per assumere che le scelte osservate siano il frutto di processi neuronali automatici e molto spesso inconsci. Tali processi vengono ricostruiti attraverso strumenti di rappresentazione visiva delle funzioni cerebrali (*brain imaging*) che si attivano in corrispondenza di una certa decisione. La neuro-economia ha dunque uno spiccato carattere interdisciplinare, avvalendosi degli strumenti analitici della neurologia, economia, psicologia, medicina e matematica.

2 La rilevazione della tolleranza al rischio e delle preferenze intertemporali

Il presente paragrafo propone una sintetica rassegna degli strumenti utilizzabili per rilevare i fattori che incidono sulle scelte di investimento. Prima di procedere oltre, è opportuna una precisazione terminologica riguardante le espressioni "tolleranza al rischio", "preferenze verso il rischio" e "attitudine al rischio". Queste espressioni, infatti, sono spesso utilizzate in modo intercambiabile dalla letteratura economica e dagli operatori di mercato; nel seguito tuttavia, salvo che non sia diversamente indicato, per tolleranza al rischio si intenderà la combinazione delle preferenze verso il rischio, definite rispetto alle caratteristiche di rischio e rendimento di una opzione di investimento, e dell'attitudine al rischio, intesa come insieme delle componenti emotive e psicologiche che determinano la reazione di un individuo in circostanze rischiose e quindi la sua capacità emotiva di assumere rischio.

2.1 Le indicazioni della letteratura

Gli strumenti di rilevazione dell'attitudine al rischio e delle preferenze intertemporali sono riconducibili a due categorie. La prima, che definiamo economico/quantitativa, attinge all'impianto teorico dell'economia classica o della finanza comportamentale e ai metodi di analisi empirica affinati nell'ambito dell'economia sperimentale; la seconda fa capo alla psicologia e alla psicomètria, ossia alla scienza che studia la misurazione di grandezze psicologiche (cosiddette costrutti).

Gli strumenti economici

L'approccio economico/quantitativo si basa su tecniche di analisi quantitativa che presuppongono la specificazione di una funzione di utilità e la successiva stima dei parametri della funzione stessa, corrispondenti all'avversione al rischio e al tasso di sconto soggettivo. La stima utilizza dati raccolti nell'ambito di esperimenti di laboratorio, oppure attraverso rilevazioni sul "campo" (cosiddetti *field data*, raccolti ad esempio via web) o tramite la somministrazione di un questionario a un campione di soggetti (*survey data*).

La funzione di utilità può essere specificata attingendo alle famiglie funzionali riconducibili al paradigma classico dell'utilità attesa, oppure alle funzioni proposte dalla finanza comportamentale per la rappresentazione di *bias* sistematici e forme di incoerenza dinamica.

La raccolta di dati tramite esperimenti di laboratorio si avvale di un metodo di indagine basato sul disegno di un contesto economico specifico e appropriato rispetto al fenomeno che si intende indagare, manipolabile in maniera controllata e nel quale un gruppo di soggetti (solitamente studenti) vengono invitati a compiere scelte ipotetiche, che non comportano cioè guadagni o perdite effettive. Talvolta vengono però utilizzati incentivi di tipo economico per simulare condizioni reali di scelta e assicurarsi che il comportamento dei partecipanti all'esperimento sia il più possibile rappresentativo del comportamento reale.

I dati così ottenuti consentono di misurare le variabili oggetto di rilevazione (avversione al rischio e/o tasso soggettivo di sconto) in modo più preciso rispetto ai *field data* o ai *survey data*. Questa metodologia di indagine, tuttavia, non è esente da critiche, poiché anche a fronte dell'impiego di incentivi economici permane la possibilità che i risultati sperimentali non siano rappresentativi delle scelte reali.

Tra gli strumenti più impiegati si ricorda la cosiddetta *Multiple price list (Mpl)*, consistente in una sequenza di coppie di lotterie/opzioni rischiose costruite in modo da poter stimare (sulla base delle scelte effettuate dal soggetto intervistato) un intervallo del livello di avversione al rischio¹⁰.

Questo metodo può essere applicato anche per rilevare le preferenze intertemporali, proponendo all'individuo la scelta tra una somma di denaro disponibile subito e una somma maggiore disponibile a una data futura; la scelta viene riproposta un certo numero di volte variando (a seconda del disegno dell'esperimento) il *payoff* corrente o quello futuro. La stima del tasso di sconto intertemporale dipende dal numero di volte in cui il soggetto sceglie di ricevere la somma futura. Nell'ambito della Mpl, lo strumento più diffuso è quello elaborato da Holt e Laury (2002).

La Mpl di Holt e Laury è basata su una sequenza di dieci coppie di lotterie. Ciascuna coppia prevede la possibilità di ottenere un importo basso e uno elevato con un grado di variabilità differente che, per costruzione, è sempre minore per una delle due lotterie, ad esempio, la prima. Quest'ultima è quindi l'opzione più sicura e dovrebbe essere quella preferita da un soggetto avverso al rischio; tuttavia poiché man mano che si procede lungo la coppia di lotterie (da uno a dieci) la probabilità di conseguire l'importo elevato aumenta, ad un certo punto (cosiddetto *crossover*) la lotteria meno sicura diventa più appetibile. Il punto di *crossover* corrisponde a un intervallo di stima del livello di avversione al rischio del soggetto, la cui funzione di utilità si suppone essere del tipo CRRA. In particolare, se il passaggio avviene in corrispondenza della quinta lotteria, l'individuo è avverso al rischio; se avviene dopo la quinta lotteria è neutrale al rischio.

La rilevazione dell'avversione al rischio tramite il metodo della Mpl è esposta al *framing effect* (Menon e Perali, 2011) e, in assenza di opportuni accorgimenti, è distorta verso la neutralità al rischio. Come emerso nell'ambito di alcuni esperimenti di laboratorio, i soggetti intervistati tendono infatti a scegliere, tra le dieci coppie di lotterie proposte, quella centrale; tale comportamento è tanto più frequente quanto minore è la comprensione dell'esperimento e quanto maggiore è la paura di commettere errori. L'applicazione della Mpl richiede, quindi, controlli di coerenza delle risposte raccolte e la verifica di una piena comprensione da

10 Un'altra metodologia impiegata negli esperimenti di laboratorio è stata indicata da Sabater-Grande e Georgantzis (2002) e sviluppata da Garcia-Gallego *et al.* (2010); essa prevede che i soggetti intervistati scelgano per quattro volte consecutive una tra dieci possibili giocate che consentono, con una probabilità decrescente, la vincita di un premio crescente. Gli autori partono dal presupposto che le scelte di tipo economico i cui esiti comportano un guadagno o una perdita sono influenzate non solo dall'avversione al rischio ma anche dai comportamenti strategici alla base del gioco del dilemma del prigioniero, ossia dall'attitudine a cooperare con gli altri: l'evidenza sperimentale sembrerebbe confermare questa ipotesi mostrando una relazione positiva tra la tendenza alla collaborazione e la propensione al rischio. Questo approccio potrebbe trovare applicazione anche con riferimento alle scelte in ambito finanziario dove, oltre all'attitudine al rischio, possono giocare un ruolo importante la cooperazione con il consulente e strategie di ragionamento legate, ad esempio, a fattori emotivi (ASSB, 2009). Per una rassegna sintetica dei principali strumenti utilizzati nell'ambito dell'economia sperimentale si veda Garcia-Gallego *et al.* (2010).

parte degli individui interessati dal meccanismo di "elicitazione". Holt e Laury (2002) hanno verificato, inoltre, che porre gli individui in condizioni reali di scelta, garantendo loro la possibilità di vincere la somma della lotteria preferita (in seguito all'estrazione di una delle opzioni indicate dai partecipanti all'esperimento), consente di osservare livelli di avversione al rischio elevati anche rispetto a piccole somme e crescenti al crescere della vincita; viceversa tale fenomeno non è emerso quando i soggetti sono stati chiamati a compiere scelte in cui la vincita era solo ipotetica.

Menon e Perali (2011) hanno somministrato la Mpl di Hault e Laury a un gruppo di studenti universitari e della scuola secondaria per la stima dell'avversione al rischio e del tasso di sconto soggettivo. Secondo gli autori, questa metodologia potrebbe essere utilizzata anche dagli intermediari ai fini della definizione del profilo del rischio del cliente purché vengano rispettati alcuni importanti accorgimenti. In particolare il contesto rispetto al quale viene effettuata la "profilatura" deve essere il più circoscritto possibile, poiché la tolleranza al rischio e il grado di impazienza possono cambiare in modo significativo a seconda della tipologia e della durata dell'investimento; inoltre reddito e ricchezza individuali devono essere rilevati nel modo più accurato possibile, in quanto fortemente correlati con le preferenze verso il rischio e il tempo; la misurazione dell'avversione al rischio e del tasso di sconto soggettivo, infine, andrebbe aggiornata rispetto a cambiamenti delle condizioni economiche e di composizione del nucleo familiare che possono incidere sulle preferenze individuali.

Un ulteriore contributo che propone una rilevazione quantitativa dell'avversione al rischio è quello di ASSB (2009). Gli autori hanno somministrato ai clienti di tre istituti di credito un questionario che, ai fini della rilevazione delle preferenze verso il rischio, combinava domande di tipo economico e psicologico¹¹. Le prime proponevano, tra le altre cose, varie situazioni di scelta tra titoli caratterizzati da diverse combinazioni rischio/rendimento e tra titoli rischiosi e un contratto di assicurazione che a scadenza garantiva una somma certa; le risposte ricevute sono state utilizzate per stimare l'avversione al rischio, sotto l'ipotesi di una funzione d'utilità quadratica. Le domande economiche riguardavano l'atteggiamento verso il rischio sia rispetto a contesti estranei alle scelte di investimento sia rispetto a questioni economiche relative a una ipotetica eredità o alla vincita di una somma ingente di denaro. Gli autori mostrano che i diversi strumenti di estrapolazione delle preferenze verso il rischio e il tempo impiegati consentono di ottenere classificazioni simili dei soggetti intervistati. Questo risultato sembrerebbe, quindi, incoraggiare la formulazione e la somministrazione di questionari più complessi di quelli comunemente utilizzati dagli intermediari per la profilatura della clientela¹².

11 Il questionario ha ad oggetto anche la rilevazione di variabili demografiche e attinenti alla situazione economica e patrimoniale, del livello di conoscenza del funzionamento del sistema economico-finanziario, del tasso soggettivo di sconto, della fiducia verso gli altri. Il questionario rileva anche l'impazienza del soggetto con una domanda relativa al lasso di tempo che egli è disposto ad attendere affinché una certa somma, immediatamente disponibile, si raddoppi.

12 Un ulteriore studio sulla misurazione quantitativa dell'attitudine al rischio è quello pubblicato recentemente dalla *Autorité des marchés financiers* (De Palma e Picard, 2010), che si illustrerà in dettaglio al paragrafo successivo.

Gli strumenti psicologici

La psicologia e la psicomelia hanno fornito diversi strumenti per la rilevazione dei tratti psicologici dell'individuo, con particolare riferimento all'attitudine ad assumere rischi e al grado di impazienza/impulsività.

La "*sensation seeking scale*" elaborata da Zuckerman negli anni '60 si fonda su un questionario che esplora le esperienze fatte dall'individuo e le intenzioni rispetto a possibili esperienze future al fine di verificare la propensione a ricercare sensazioni forti e, conseguentemente, situazioni rischiose.

Il questionario è formato da due parti uguali di 54 *items* ciascuna relative, rispettivamente, alle "esperienze fatte" e alle "intenzioni per il futuro". Per ogni *item* il soggetto ha a disposizione tre possibilità di risposta che sono, per le eventuali esperienze passate: "*non l'ho mai fatto*", "*l'ho fatto una volta*", "*l'ho fatto più volte*"; per le intenzioni future: "*non ho desiderato farlo*", "*ho pensato di farlo ma probabilmente non lo farò*", "*ho pensato di farlo e lo farò se ne avrò l'occasione*". I soggetti che presentano alti punteggi sono classificati come *High Sensation Seekers*, ossia propensi a ricercare emozioni forti attraverso l'avventura, l'uso di droga, alcol e altro, mentre i soggetti che ottengono bassi punteggi evitano le attività più rischiose.

Un altro strumento, originariamente proposto da Bechara *et al.* (1994), è l'*Iowa gambling task* (IGT) associato all'ipotesi di marcatore somatico. L'IGT è un test psicologico basato sul gioco d'azzardo e originariamente utilizzato per analizzare la capacità di scelta in pazienti con lesioni prefrontali e della corteccia orbitofrontale¹³. Il marcatore somatico si fonda sull'assunzione che le emozioni (associabili con una certa regolarità a segnali somatici quali, ad esempio, alterazioni della pressione sanguigna e della conduttanza cutanea) guidino le scelte in condizione di incertezza. Di conseguenza, sottoponendo gli individui all'IGT (che simula decisioni reali) e alla contemporanea rilevazione di un marcatore somatico (quale la modifica della conduttanza cutanea) è possibile ottenere una rilevazione non distorta dell'avversione al rischio.

Un recente filone della letteratura basato sull'applicazione dell'IGT ha messo in evidenza, infatti, il divario tra attitudine "dichiarata" nei confronti del rischio, rilevabile attraverso i metodi tradizionali di rilevazione qualitativa, e attitudine reale verso il rischio, corrispondente alla volontà effettiva di intraprendere un'attività rischiosa (Lucarelli e Brighetti, 2010 e 2011). Tale divario dipenderebbe, oltre che dalle caratteristiche socio-demografiche dei soggetti intervistati, da vari fattori quali grado di autostima, difficoltà ad auto-rappresentarsi, immagine di sé che si vuole

13 Questi soggetti, che a causa delle lesioni sono incapaci di rievocare le emozioni relative a eventi passati, dovrebbero scegliere in modo del tutto casuale, ossia senza trarre beneficio dall'esperienza passata. Ai soggetti vengono presentati quattro mazzi di carte da gioco, due "buoni" e due "cattivi", contenenti carte che comportano sia una vincita sia una perdita. Rispetto ai mazzi "cattivi", nei mazzi "buoni" la vincita e la perdita sono più basse. I partecipanti, ai quali viene data una somma di denaro, devono massimizzare la vincita. Dopo alcune giocate, i soggetti sani evidenziano l'abilità di effettuare la scelta meno rischiosa e che comporta più vincite a lungo termine, tendono cioè a pescare carte dai mazzi "buoni". Al contrario i soggetti con lesioni non mostrano questo *pattern*, continuando a pescare indifferentemente da entrambi i mazzi.

fornire agli altri e aspettative di rendimento connesse a una certa auto-rappresentazione.

Gli autori mostrano che, rispetto a un campione di 445 investitori italiani, la tendenza a dichiararsi avversi al rischio pur essendone emotivamente attratti è positivamente correlata con l'età, con il fatto di operare in ambiti professionali estranei alla finanza (mentre è assente per *traders* e *asset managers*) e con la propensione a decidere in modo impulsivo; essa è invece inversamente correlata con la cultura finanziaria e la frequenza di acquisizione di informazioni.

Gli individui, inoltre, sembrerebbero assumere rischio finanziario sulla base dell'auto-valutazione piuttosto che della tolleranza emotiva del rischio; ciò non esclude tuttavia che in circostanze eccezionali di crisi o di bolle sui mercati finanziari l'emotività, come una sorta di *sleeping factor* che si risveglia, possa avere il sopravvento, stimolando reazioni inadeguate in termini di eccessiva assunzione di rischio. L'incidenza di tale fattore cambierebbe a seconda dei modelli decisionali, della *financial literacy* e dello sforzo dedicato alla raccolta di informazioni da parte dell'individuo (Lucarelli, 2011). In particolare, gli individui che si dichiarano avversi al rischio pur essendone attratti emotivamente decidono sulla base dei suggerimenti di amici, colleghi e parenti e si caratterizzano per bassi livelli di conoscenza finanziaria; i soggetti che scelgono in autonomia tenderebbero a rischiare di più, mentre gli investitori che si avvalgono dei servizi di consulenza sembrerebbero più equilibrati.

La psicomatria fornisce anche criteri e strumenti analitici per la definizione di un questionario "valido", essendo tale uno strumento che misura realmente ciò che si è prefissato di misurare (validità) e che consente di ottenere una misura caratterizzata da un margine di errore contenuto (attendibilità) (Roszkowski *et al.*, 2005).

Il criterio della validità è rispettato se la grandezza da misurare è identificata con precisione. Nel caso delle scelte di investimento la grandezza di interesse, ossia la tolleranza al rischio finanziario, può dipendere come si è visto da molteplici fattori che richiedono una rilevazione distinta. Cordell (2001) classifica tali fattori in quattro categorie: la comprensione/conoscenza del rischio; la propensione al rischio, riferita alla nozione di rischio oggettivo, ossia al binomio rischio/rendimento che il soggetto è disposto ad accettare; l'attitudine al rischio, riferita alla nozione di rischio soggettivo e intesa dunque come capacità emotiva di affrontare situazioni di incertezza; la capacità di rischio, determinata dalla situazione economica corrente e dalle prospettive reddituali. Un questionario valido distingue tra attitudine al rischio, che è appunto un costrutto psicologico, e capacità di rischio, legata invece alle condizioni socio-economiche dell'individuo. In questa ottica le domande che inducono una risposta dipendente sia dall'atteggiamento verso il rischio sia dalla capacità finanziaria non sono valide.

L'attendibilità è legata al margine di errore della misurazione; si tratta di una caratteristica di stabilità del risultato ottenibile rispetto alla modalità e al contesto di somministrazione del questionario (ad esempio, somministrazione faccia a faccia, telefonica, via web, etc.). Tale margine dipende da molteplici fattori tra i quali si ricordano il numero e la chiarezza delle domande. Quanto più è ridotto il numero

delle domande tanto minore è l'attendibilità del questionario, poiché una singola domanda fornisce un contributo troppo elevato alla spiegazione della misura finale, rendendola instabile. La chiarezza delle domande è poi un elemento fondamentale, soprattutto rispetto a un tema, quale quello delle scelte di investimento, tanto complesso da poter generare facilmente fraintendimenti e incomprensioni. La chiarezza include molteplici dimensioni concernenti, ad esempio, *layouting*, struttura, tipologia delle domande, linguaggio utilizzato, etc..

La psicometria suggerisce anche alcuni test per misurare la validità e l'attendibilità di un questionario. La prima viene accertata mediante il calcolo della correlazione tra la misurazione ottenuta tramite il questionario e quella ottenuta mediante altri strumenti di rilevazione (cosiddetto test di validità concorrente o di criterio). Nel caso della tolleranza al rischio, un criterio potrebbe essere rappresentato dalla quota di ricchezza finanziaria che il soggetto intervistato dichiara di aver investito in azioni; l'uso di tale criterio presuppone tuttavia che le scelte di investimento precedenti siano state prese in autonomia, senza l'assistenza di un consulente. L'attendibilità viene verificata, soprattutto per il profilo della stabilità della misurazione, mediante il confronto tra un numero elevato di misurazioni ripetute eseguite in contesti e/o modalità differenti. Per la strutturazione di un questionario è importante poi individuare gli *items* con il maggior potere esplicativo della grandezza che si intende rilevare attraverso opportuni metodi di analisi statistica, quali l'alpha di Cronbach o l'analisi fattoriale (Holzhauer e McLeod, 2009).

2.2 Disegnare un questionario

La strutturazione di un questionario per la profilatura dei clienti e la formulazione di raccomandazioni di investimento passa anzitutto attraverso la scelta degli strumenti di rilevazione della tolleranza al rischio e delle preferenze intertemporali, l'individuazione degli *items* rilevanti, le domande relative a uno o più variabili corrispondenti a ciascun *item* e la formulazione delle domande stesse.

La scelta dello strumento va di pari passo con la definizione della grandezza che si intende misurare¹⁴. Nel caso della tolleranza al rischio, ad esempio, l'enfasi sulla componente cognitiva del processo decisionale implica una maggiore attenzione verso la misurazione delle preferenze verso il rischio e dunque verso l'approccio economico/quantitativo (tra gli altri, Hanna *et al.* 1998; Menon e Perali, 2011; De Palma e Picard, 2010). Viceversa qualora si ritenga che i fattori emotivi siano più rilevanti della componente cognitiva, l'attenzione si sposta verso gli strumenti psicologici, non essendo validi gli strumenti basati su grandezze, quali le probabilità o la massima perdita possibile o la varianza, che rilevano solo nella sfera cognitiva ma non in quella emotiva (Loewenstein *et al.*, 2001). Non mancano, infine, posizioni di compromesso come quella di Roszkowski (1992) che suggerisce l'utilizzo congiunto di entrambi gli strumenti e la composizione dei risultati corrispondenti in un indicatore sintetico.

14 Tra gli altri si vedano ASSB (2009); Bouchey (2004); Callan e Johnson (2003); De Palma e Picard (2010); Grable e Lytton (1999, 2001 e 2003); Hanna *et al.* (2001); Roszkowski (1992); Roszkowski *et al.* (2005); Roszkowski e Grable (2005); Yook e Everett (2003); Holzhauer e McLeod (2009).

Per quanto riguarda gli *items* da rilevare, sono state formulate diverse indicazioni. Cordell (2001), come si è già ricordato, cita propensione al rischio, attitudine al rischio, capacità di rischio e livello di conoscenza/comprendimento dello stesso. L'attitudine al rischio, a sua volta, viene ricondotta da Cordell (2002) a sei categorie di domande riguardanti rispettivamente: *ranking* degli obiettivi di investimento, scelta di un'opzione di investimento da una rosa di alternative ipotetiche, scelta di una combinazione rischio/rendimento da una serie di alternative possibili, ansia o eccitazione associate alle decisioni di investimento, identificazione della probabilità di perdita (guadagno) in corrispondenza della quale viene scelta una certa alternativa, identificazione del rendimento richiesto per accettare una data combinazione di probabilità. Holzhauser e McLeod (2009) giungono a conclusioni simili, individuando cinque fattori che spiegano la tolleranza al rischio: attitudine generica al rischio, capacità al rischio, avversione alle perdite, conoscenza/comprendimento del rischio e preferenze verso il rischio.

Poiché la tolleranza al rischio è una grandezza composita, un questionario valido deve misurare ciascun *item* in modo separato: sollecitare una risposta dipendente sia dall'attitudine al rischio sia dalla capacità finanziaria, come si è già ricordato, mina la validità della misurazione. In generale, la rilevazione della tolleranza al rischio deve essere effettuata separatamente dalla misurazione dell'insieme di variabili, tra cui orizzonte temporale di investimento e obiettivi di investimento, che l'intermediario deve acquisire per formulare una raccomandazione di investimento. Confondere la rilevazione di queste grandezze o, peggio ancora, concentrare l'attenzione in modo esclusivo sulla misurazione di orizzonte e obiettivi piuttosto che della tolleranza al rischio farebbe del questionario un *asset allocation calculator*, mentre invece uno strumento utile per la formulazione di raccomandazioni di investimento deve consentire di raccogliere gli elementi necessari per definire, dato il livello di tolleranza al rischio di un soggetto, la combinazione rischio/rendimento che consente di raggiungere gli obiettivi di investimento (ovvero segnalare eventuali disallineamenti tra la combinazione rischio/rendimento individuata e la tolleranza al rischio al fine di procedere ai necessari aggiustamenti; Roszkowski *et al.*, 2005).

Rispetto a ciascun *item*, poi, è necessario individuare le domande rilevanti trovando il giusto equilibrio tra attendibilità (correlata positivamente con il numero di domande) ed esigenza di parsimonia. A questo proposito sono d'aiuto le tecniche quantitative, quali l'analisi fattoriale o l'alpha di Cronbach, che consentono di selezionare le domande sulla base della significatività e della correlazione con la grandezza da misurare (Holzhauser e McLeod, 2009, ad esempio disegnano un questionario selezionando un sottoinsieme di 25 domande da un gruppo iniziale di 115).

I contenuti delle domande sono quelli suggeriti dalla teoria e dall'evidenza empirica che, come si è visto, indicano variabili in alcuni casi di agevole rilevazione (si pensi a caratteristiche socio-demografiche come razza, età, genere, area di residenza, occupazione, composizione familiare, etc.), in altri misurabili con un certo grado di approssimazione (ricchezza, reddito), in altri ancora rilevabili mediante una *proxy* (ad esempio, il genere per il grado di *overconfidence*).

La formulazione delle domande è un profilo che richiede particolare attenzione, poiché come abbiamo visto può inficiare l'attendibilità del questionario. A tal proposito le domande dovrebbero rispettare due condizioni: essere chiare sul piano linguistico-testuale ed essere strutturate in maniera tale da arginare gli errori di percezione che il soggetto intervistato può commettere a causa di *bias* comportamentali e distorsioni cognitive (Riquadro 2).

3 I contenuti dei questionari secondo la MiFID: un confronto con le indicazioni della letteratura

Il dettato del legislatore comunitario in materia di valutazione di adeguatezza costituisce un *benchmark* per la definizione dei questionari utilizzati dagli intermediari per la profilatura dei clienti. È, quindi, di interesse ripercorrere brevemente le disposizioni della MiFID e valutarne la coerenza con le indicazioni della teoria economica classica e della finanza comportamentale.

La Direttiva 2004/39/CE (MiFID) e la Direttiva di attuazione 2006/73/CE (livello 2), come noto, prevedono che l'intermediario, nell'effettuare consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, debba ottenere dal cliente informazioni in merito a:

- 1) esperienze e conoscenze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio;
- 2) situazione finanziaria;
- 3) obiettivi d'investimento.

La Direttiva di livello 2 suggerisce, inoltre, una serie di *items* riconducibili a una delle tre aree già menzionate. In particolare, nell'assumere informazioni riguardanti le conoscenze e le esperienze del cliente, l'intermediario potrebbe richiedere informazioni su:

- 1a) tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza,
- 1b) natura, volume e frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite,
- 1c) livello di istruzione e professione o, se rilevante, precedente professione.

Tra le informazioni riguardanti la situazione finanziaria del cliente possono essere inclusi anche dati relativi a:

- 2a) fonte e consistenza del reddito regolare,
- 2b) attività, comprese le attività liquide,
- 2c) investimenti e beni immobili,
- 2d) impegni finanziari regolari.

La rilevazione dell'attitudine al rischio attraverso il questionario: indicazioni dalla finanza comportamentale

La formulazione delle domande di un questionario dovrebbe essere tale da evitare che le eventuali distorsioni percettive e cognitive, evidenziate dalla finanza comportamentale, possano viziare le risposte inficiandone la validità e l'attendibilità. Di seguito si riportano alcuni esempi.

Effetti di framing. Holzhauer e McLeod (2009) controllano per gli effetti di inquadramento corrispondenti al cosiddetto *isolation effect* eliminando le domande che articolano la scelta in due stadi, in modo da evitare che i soggetti intervistati semplifichino il problema ignorando il primo stadio (e le relative probabilità) e prendendo in considerazione solo il secondo.

Ancoraggio alla ricchezza iniziale. Holzhauer e McLeod (2009) tengono conto della tendenza degli individui a valutare le opzioni di investimento rispetto al possibile impatto sulla ricchezza iniziale ed esprimono il rendimento atteso in termini percentuali rispetto a tale punto di riferimento utilizzando un'espressione del tipo: "*Supponga di ricevere un ammontare equivalente al 50% del suo reddito corrente...*".

Una formulazione alternativa, usata in ASSB (2009), è quella che riporta i rendimenti possibili di un investimento di ammontare pari ad X non solo in termini percentuali ma anche in valore assoluto, evidenziando anche il valore della ricchezza finale in corrispondenza di ciascuno degli esiti possibili.

È utile citare anche l'esperimento di Benartzi, Iyengar e Previtro (2007), dal quale si evince che diverse modalità di rappresentazione degli esiti di una scelta di risparmio possono condurre a decisioni differenti. In particolare gli autori hanno presentato a un gruppo di soggetti i montanti di alcuni piani pensionistici, corrispondenti a diversi tassi di contribuzione sia nella forma canonica di ammontare di denaro sia sotto forma di differenti tipologie di appartamenti acquistabili al momento del pensionamento. La prima forma di rappresentazione faceva leva sul ragionamento analitico degli intervistati, mentre la seconda sollecitava il sistema affettivo-pratico riuscendo ad aumentare la consapevolezza e la comprensione del piano di accumulo e, di conseguenza, il tasso di risparmio.

Effetto certezza. Holzhauer e McLeod (2009) controllano l'effetto certezza proponendo per ogni domanda cinque possibili alternative di risposta, ordinate secondo la scala di Likert (completamente d'accordo, d'accordo, incerto, in disaccordo, in completo disaccordo, alle quali viene poi assegnato un valore da 1 a 5). In questo modo si fa riferimento a due assunti che sono alla base della costruzione della scala di Likert, ovvero le modalità di risposta vengono ordinate lungo un continuo sottostante, che esprime l'orientamento rispetto all'oggetto della domanda, assumendo che l'ordinamento sia identico per tutti gli intervistati, e si impone che la distanza tra le varie alternative di risposta sia costante.

Effetto riflesso. Per mitigare l'effetto riflesso Holzhauer e McLeod (2009) assegnano in modo casuale un ordinamento positivo o negativo alle possibili alternative di risposta.

Nel richiedere informazioni sugli obiettivi d'investimento, è possibile raccogliere dati su:

- 3a) periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento,
- 3b) preferenze in materia di rischio,
- 3c) profilo di rischio,
- 3d) finalità dell'investimento¹⁵.

Tav. 1 Le indicazioni della MiFID e della letteratura a confronto
(situazione al 31 dicembre)

MiFID		Letteratura	
Items	Variabili	Items	Variabili
		caratteristiche socio-demografiche	genere età stato civile stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico
esperienze e conoscenze	professione istruzione natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza	esperienze e conoscenze	professione istruzione esperienza precedente in materia di investimento esiti delle scelte d'investimento precedenti (positivo / negativo) conoscenza dei prodotti finanziari conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari <i>trade off</i> rischio-rendimento dimensioni del rischio (credito/mercato/cambio) diversificazione di portafoglio percezione delle probabilità <i>overconfidence</i> e ottimismo
situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide fonte ed entità del reddito regolare impegni finanziari regolari	situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide fonte ed entità del reddito regolare impegni finanziari regolari altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)
obiettivi d'investimento	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento finalità dell'investimento preferenze in materia di rischio profilo di rischio	obiettivi d'investimento tolleranza al rischio	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento preferenze verso il tempo (tasso di sconto/grado di impazienza) esigenze di liquidità finalità dell'investimento ammontare (in rapporto alla ricchezza/reddito) atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo) capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo) avversione alle perdite

Il legislatore comunitario ha proposto, quindi, un contenuto minimale del questionario che si presterebbe tuttavia ad essere ampliato alla luce delle indicazioni della letteratura economica e di finanza comportamentale passate in rassegna nei

¹⁵ Il CESR (2008), ora ESMA, è intervenuto per dettagliare le informazioni da richiedere al cliente ai fini del test d'adeguatezza.

paragrafi precedenti¹⁶. La Tavola 1 sintetizza il confronto tra le indicazioni della normativa e quelle emerse dal dibattito accademico sulle scelte d'investimento a cui sono dedicati i paragrafi successivi.

3.1 Esperienze e conoscenze del cliente

Il primo elemento citato dalla direttiva concerne "*i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza*". La finalità di questa previsione è l'accertamento della capacità del cliente di comprendere i rischi, in tutte le sue dimensioni, associati a un certo investimento e le relative conseguenze. Domande volte ad accertare la conoscenza di specifici strumenti finanziari, tuttavia, possono determinare risposte poco affidabili se l'investitore sopravvaluta il proprio livello di conoscenze finanziarie oppure è reticente nell'ammettere la propria ignoranza. Queste possibili distorsioni sono potenzialmente molto rilevanti per l'investitore italiano medio che, come noto, si caratterizza per un basso livello di *financial literacy*¹⁷. Sembrerebbe più opportuno, quindi, accertare anzitutto la conoscenza e la comprensione di nozioni fondamentali, quali la relazione tra rischio e rendimento e il principio di diversificazione del rischio; alla luce delle risposte raccolte eventuali domande riferite a specifici prodotti finanziari potrebbero essere comunque utili per valutare non solo il livello di conoscenze finanziarie ma anche quello di *self-confidence* del soggetto intervistato.

Il secondo elemento che la MiFID suggerisce con riguardo alle conoscenze ed esperienze del cliente riguarda "*la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite*", ossia l'esperienza dell'investitore. Una dichiarata maggiore esperienza dovrebbe lasciar inferire una maggiore conoscenza dei mercati e degli strumenti finanziari e, quindi, una minore esigenza di tutela. Come mostrano gli studi di finanza comportamentale, tuttavia, sarebbe importante acquisire informazioni anche sugli esiti delle scelte pregresse: una maggiore esperienza abbinata a risultati positivi, ad esempio, può indurre *overconfidence* e ottimismo e, dunque, una maggiore attitudine ad assumere rischi anche quando ciò non trovi corrispondenza nella capacità al rischio. In questa ottica sarebbe utile tener conto, attraverso opportune domande, anche della tendenza all'*overconfidence* e all'ottimismo (o pessimismo).

Il terzo gruppo di informazioni attiene al "*livello di istruzione e la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente o del potenziale cliente*". Queste sono le sole caratteristiche socio-demografiche menzionate dal legislatore comunitario. Come emerso dalla letteratura scientifica, tuttavia, l'insieme di caratteristiche rilevanti nell'ambito delle scelte di investimento sia per l'impatto sull'attitudine al

16 Le linee-guida in tema di valutazione di adeguatezza proposte dall'ESMA (si veda il §4) sono peraltro allineate rispetto a molte delle osservazioni che seguono.

17 Una testimonianza in tal senso si evince dall'indicatore del livello medio di cultura finanziaria sviluppato dal Consorzio Patti Chiari (il cosiddetto ICF PattiChiari), che nel 2010 assumeva il valore di 4,3 su una scala crescente da 0 a 10, dove 0 significa totale assenza di qualsiasi concetto o idea correlata al mondo finanziario, mentre 10 indica una conoscenza ottimale di nozioni, termini e concetti finanziari di base.

rischio sia per i vincoli che possono scaturirne in termini di capacità al rischio è molto più ampio e include, come già ricordato, l'età, il genere, la composizione del nucleo familiare e le aspettative di sue possibili variazioni, l'età di pensionamento programmata.

3.2 Situazione finanziaria

Le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente potrebbero includere, ai sensi della direttiva di attuazione, "*dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari*"¹⁸.

Poiché il reddito e la ricchezza incidono in modo significativo sulla tolleranza al rischio e sono ovviamente centrali nella misurazione della capacità finanziaria del cliente, potrebbe essere opportuno migliorare la precisione di rilevazione di tali grandezze, aumentando il grado di dettaglio e la tipologia delle informazioni richieste in modo da superare le reticenze dei soggetti intervistati e mitigare i conseguenti errori di misurazione. La nozione di reddito a cui fare riferimento potrebbe essere non solo quello individuale ma anche quello familiare e ciò sia poiché, come mostrano diverse ricerche empiriche, il livello e la distribuzione del reddito complessivo tra i membri della famiglia incidono anche sulle scelte di consumo e investimento dei singoli sia perché sarebbe utile anche ai fini della valutazione del grado di stabilità del reddito. A questo proposito, bisognerebbe fare esplicito riferimento anche alle voci di spesa del nucleo familiare più significative (legate ad esempio all'affitto, al mutuo e al numero di figli)¹⁹, ai fattori che possono minare la regolarità delle entrate (ad esempio, una situazione professionale difficile), a ulteriori elementi che concorrono a definire il cosiddetto *background risk*, relativo ad esempio allo status professionale e all'area di residenza.

3.3 Obiettivi di investimento

Periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento

L'*holding period* dipende da molteplici fattori, quali l'obiettivo di rendimento perseguito, il grado di impazienza dell'investitore (ossia il tasso di sconto soggettivo) e le esigenze di liquidità prevedibili. Questi elementi dovrebbero essere rilevati anche ai fini di una valutazione della ragionevolezza dell'*holding period* dichiarato dal cliente: un livello di impazienza elevato, ad esempio, potrebbe indurre a nutrire aspettative di rendimento irrealistiche o comunque incompatibili con le condizioni di mercato e/o la propria tolleranza al rischio e/o esigenze di liquidità desumibili dalla

¹⁸ Dir. 2006/73/CE, art. 35.3.

¹⁹ Con riferimento agli impegni finanziari sarebbe opportuno acquisire informazioni sulle loro caratteristiche in termini di durata, capitale residuo, importo e frequenza delle singole rate.

situazione finanziaria ("ricostruita" anche utilizzando le informazioni ricordate al §3.2)²⁰.

Preferenze in materia di rischio e profilo di rischio

La terminologia utilizzata dal legislatore comunitario è ambigua, nel senso che non viene indicata la differenza tra preferenze in materia di rischio e profilo di rischio. È ragionevole ritenere che con l'espressione "*preferenze in materia di rischio*" si faccia riferimento alla preferenza dell'individuo a investire in strumenti finanziari con date caratteristiche di rischio e rendimento (cosiddetto rischio oggettivo), mentre con l'espressione "*profilo di rischio*" si alluda alla capacità emotiva di assumere rischio (cosiddetto rischio soggettivo). Il legislatore non fornisce alcuna indicazione sulle modalità di misurazione di queste grandezze e, riportandole nella sezione degli obiettivi di investimento, sembra sposare di fatto l'impostazione prevalente nell'industria e, come già ricordato, criticata in letteratura, che confonde e sovrappone la rilevazione della tolleranza al rischio con la rilevazione degli altri elementi necessari per formulare una raccomandazione di investimento. Questa impostazione genera la possibilità che la sezione del questionario destinata a rilevare la tolleranza al rischio diventi un *asset allocation calculator*, ossia uno strumento assimilabile a un *portfolio picker* tra quelli proposti dall'intermediario.

Inoltre, il legislatore comunitario non menziona la rilevazione dell'avversione alle perdite, che invece, secondo la finanza comportamentale può giocare un ruolo fondamentale nel determinare la propensione a investire in strumenti rischiosi. Tale atteggiamento infatti, congiuntamente alla tendenza degli investitori a valutare le *performance* conseguite a cadenze troppo ravvicinate (dall'evidenza sperimentale si evince una frequenza di poco superiore all'anno), può scoraggiare l'investimento azionario, in quanto più esposto alle fluttuazioni del mercato e dunque alla probabilità di perdite nel breve termine. È importante, quindi, comprendere quanto tale *bias* sia rilevante per un determinato cliente.

Finalità dell'investimento

Secondo le prescrizioni della teoria classica, le singole scelte di investimento dovrebbero essere effettuate nell'ambito di un processo di ottimizzazione simultaneo e globale dell'intero portafoglio di investimenti. Nella prassi, tuttavia, tale approccio non trova frequente applicazione essendo invece più diffusa una sorta di "parcellizzazione" delle finalità di investimento rispondente alla tendenza degli individui a me-

20 Tale ultimo aspetto diventa tanto più rilevante quanto minore è l'effettivo grado di liquidabilità del prodotto offerto. Su questo aspetto la Consob si è espressa con la comunicazione del 2 marzo 2009 relativa a "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi", sottolineando che il periodo di tempo per il quale il cliente desidera protrarre il proprio investimento "andrà direttamente e specificamente rapportato alle caratteristiche di durata e liquidità dell'operazione consigliata al cliente, piuttosto che inglobato in maniera inevitabilmente approssimativa nel profilo sintetico del medesimo", al fine di giudicare l'adeguatezza dell'operazione, anche in funzione del rischio di liquidità derivante dall'eventuale assunzione della posizione.

diare le scelte economiche attraverso un sistema di conti mentali e di budget di spesa (si tratta della teoria della contabilità mentale già ricordata al §1.2).

4 Le iniziative delle Autorità di vigilanza in materia di rilevazione dell'attitudine al rischio

Le debolezze dei questionari utilizzati dagli intermediari per la profilatura dei clienti hanno attirato l'attenzione non solo dei ricercatori ma anche di alcune Autorità di vigilanza. In ambito europeo, l'*Autorité des marchés financiers* (AMF) ha recentemente pubblicato uno studio sulla rilevazione dell'attitudine al rischio, che analizza un campione di 14 questionari valutandone l'aderenza sia alle disposizioni MiFID sia alle indicazioni della letteratura economica in materia di misurazione della tolleranza al rischio (De Palma e Picard, 2010). Con riguardo a quest'ultimo punto, lo studio confronta un questionario "tipo", che permette di misurare in modo quantitativo l'avversione al rischio²¹, con i questionari degli intermediari, somministrandoli a un campione di 1.500 soggetti e verificando gli scostamenti tra le misure così ottenute. L'evidenza raccolta mostra che gli strumenti utilizzati dall'industria non sono affidabili, poiché profilano in maniera diversa uno stesso individuo e raccolgono molto spesso informazioni irrilevanti, ossia non esplicative dell'attitudine al rischio. L'indicazione di *policy* che si evince dallo studio è a sostegno della misurazione quantitativa della tolleranza del rischio, ritenuta la più appropriata ai fini della formulazione di raccomandazioni di investimento che, per definizione, hanno esse stesse una dimensione quantitativa.

Anche la *Financial Services Authority* (FSA) è intervenuta pubblicando nel marzo 2011 linee-guida sul tema più ampio della valutazione di adeguatezza (FSA, 2011). Tale iniziativa ha tratto impulso dalle risultanze dell'attività di vigilanza, che aveva messo in luce frequenti disallineamenti della condotta degli intermediari rispetto alle *Conduct of business sourcebook* della stessa FSA. Come esplicitamente dichiarato dall'Autorità di vigilanza, l'obiettivo delle linee-guida non è la prescrizione di un metodo per la valutazione dell'attitudine al rischio del cliente e per la formulazione di raccomandazioni di investimento, bensì l'individuazione di *poor* e *good practices* (Riquadro 3). A differenza dell'AMF, quindi, la FSA abbraccia l'intero processo della valutazione di adeguatezza (che richiede la profilatura del cliente, la classificazione degli strumenti finanziari e si conclude con la raccomandazione di investimento) fornendo indicazioni abbastanza generali sui principi che dovrebbero guidare la rilevazione dell'attitudine al rischio²².

21 In particolare, l'avversione al rischio è stata stimata proponendo ai soggetti intervistati la scelta tra opzioni di investimento caratterizzate da diverse combinazioni rischio/rendimento, a parità di orizzonte temporale; la funzione di utilità utilizzata è del tipo CRRA.

22 Come emerge dalle risposte alla consultazione inviate alla FSA, la scarsa attenzione verso questo tema è stata criticata da diversi ricercatori accademici (per tutti Finametrica, 2011).

Riquadro 3

Le linee-guida della FSA

Il documento della FSA prende le mosse da diverse criticità rilevate nel corso dell'attività di vigilanza e confermate dall'analisi di 11 *risk-profiling tools* rivelatisi, in 9 casi, talmente deboli da poter inficiare la classificazione del cliente.

In particolare, l'inadeguatezza degli strumenti di raccolta delle informazioni sui clienti dipende dal numero insufficiente di domande, da criticità nel modo in cui sono formulate, dalle opzioni di risposta previste ovvero dall'utilizzo di algoritmi che pesano in maniera arbitraria o sbilanciata le risposte.

L'FSA fornisce alcuni esempi di *good practices*, suggerendo tra le altre cose di utilizzare domande di controllo per rilevare incongruenze nelle risposte raccolte, di rappresentare e discutere con il cliente la profilatura che deriva dal questionario, evitando di adottarla in maniera meccanicistica, e di monitorarne le variazioni nel corso del tempo.

A fronte di un insoddisfacente processo di profilatura del cliente, la FSA ha evidenziato criticità anche nella classificazione degli strumenti finanziari, spesso basata su classi di rischio non consecutive o troppo ampie, e nella rappresentazione del rischio ad essi associato, spesso vaga e fuorviante.

Con riguardo a quest'ultimo punto, la FSA suggerisce agli intermediari di avvalersi di più modalità di rappresentazione delle caratteristiche rischio/rendimento, affiancando ai grafici descrizioni sia sintetiche, riferite alla tipologia di strumenti finanziari, sia analitiche rispetto, ad esempio, al rischio di perdite in conto capitale associato a uno specifico strumento.

Le procedure di *asset-allocation*, infine, non sono robuste. In molti casi la valutazione di adeguatezza, infatti, tiene conto della sola attitudine al rischio, se rilevata, ma non anche degli obiettivi di investimento e della capacità finanziaria del cliente di sopportare eventuali perdite, trascurando così la complementarietà tra profilo di rischio, obiettivi e capacità finanziaria. Gli intermediari, inoltre, spesso considerano solo la volatilità del rendimento quale *proxy* del rischio e non anche le altre dimensioni (liquidità, controparte, etc..) e sembrano sottovalutare l'importanza della diversificazione di portafoglio. In molti casi, infine, il personale addetto dimostra di non conoscere appieno le caratteristiche dei prodotti consigliati.

Anche a questo proposito la FSA indica *poor* e *good practices*, sottolineando in particolare che le raccomandazioni di investimento, oltre a dover essere basate sull'ovvio presupposto di una approfondita conoscenza dei prodotti raccomandati da parte dell'intermediario, dovrebbero essere coerenti con una logica di portafoglio.

L'approccio della FSA è anche quello della *European Securities and Markets Authority* (ESMA), che recentemente ha pubblicato un documento di consultazione su una proposta di linee-guida concernenti alcuni aspetti della valutazione di adeguatezza²³. Le proposte dell'ESMA dettagliano le informazioni che dovrebbero essere raccolte dall'intermediario e i principi ai quali ispirare le procedure di classificazione dei clienti, classificazione dei prodotti e *asset allocation*. Il documento non dà

²³ Consultation paper, *Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, Dicembre 2011, Esma/2011/445.

Riquadro 4

Le Linee-guida proposte dall'ESMA in materia di valutazione di adeguatezza

Il documento trae la sua motivazione dalle criticità, rilevate dalla vigilanza, concernenti gli strumenti impiegati dagli intermediari per la raccolta di informazioni sul cliente, la classificazione dei prodotti finanziari e le procedure adottate per la formulazione di raccomandazioni di investimento. In particolare, nella fase della profilatura gli intermediari tendono a sovrastimare il livello di cultura ed esperienza del cliente (affidandosi di sovente all'autovalutazione), a raccogliere informazioni insufficienti sulla capacità finanziaria e sugli obiettivi di investimento e a utilizzare strumenti di rilevazione del profilo di rischio mal progettati. Per quanto riguarda il processo di *asset allocation*, spesso i prodotti finanziari non sono classificati correttamente né il personale addetto mostra di conoscerne le caratteristiche; gli investimenti raccomandati, inoltre, sono inadeguati al pari delle strategie di investimento suggerite (perché implicano, ad esempio, una eccessiva movimentazione di portafoglio). Spesso non viene adeguatamente rilevato e codificato il processo di valutazione di adeguatezza con riguardo alla profilatura del cliente, alla classificazione del prodotto e alla raccomandazione formulata; inoltre si ingenera nel cliente l'impressione che sia il cliente stesso a decidere dell'adeguatezza di un investimento e non, invece, l'intermediario.

Le linee-guida proposte riguardano, anzitutto, le informazioni da fornire al cliente sulla valutazione di adeguatezza. Le imprese di investimento devono aiutare gli investitori a comprendere lo scopo della richiesta di informazioni, in modo da incoraggiarli a rendere, nel loro stesso interesse, un'informativa quanto più possibile accurata e completa. Allo stesso scopo, gli intermediari dovranno essere certi che l'investitore è consapevole della relazione tra rischio e rendimento e dovranno informarlo sulle modalità con le quali viene definito il profilo di rischio. La responsabilità della valutazione di adeguatezza, inoltre, resta in capo all'intermediario e non è corretto dare l'impressione che sia, invece, in capo al cliente.

Per quanto riguarda i profili procedurali, le *policy* e le procedure interne devono consentire all'intermediario di comprendere le informazioni essenziali raccolte dal cliente e le caratteristiche degli strumenti finanziari raccomandati. Con riferimento al primo punto, in particolare, il documento precisa la necessità di considerare tra gli elementi informativi essenziali l'età, lo stato civile, lo stato di famiglia, la situazione occupazionale, le esigenze di liquidità. Gli intermediari devono garantire, inoltre, che le risorse deputate alla rilevazione delle informazioni e alla profilatura della clientela abbiano sviluppato competenze specifiche sui prodotti offerti, le procedure di valutazione e la normativa in materia.

In merito all'ampiezza del set informativo da rilevare, l'ESMA lascia un certo margine di discrezionalità agli intermediari, adottando un principio di proporzionalità rispetto al servizio offerto, alle caratteristiche dei prodotti e all'ammontare dell'investimento. Ad esempio,

indicazioni sulle modalità di rilevazione dell'avversione al rischio e segue un principio di proporzionalità, evidenziando che la tipologia e il dettaglio di informazioni da raccogliere su profilo di rischio, obiettivi di investimento e capacità finanziaria del cliente possono variare in funzione della complessità dei prodotti offerti, dell'ammontare investito rispetto alla ricchezza finanziaria e dell'orizzonte temporale del cliente stesso. In altri termini, il documento sembra orientato a modulare gli obblighi degli intermediari in funzione del relativo modello di servizio e agli obiettivi di investimento dichiarati dal cliente (Riquadro 4).

le informazioni da richiedere in occasione della prestazione del servizio di consulenza saranno maggiori e più dettagliate di quelle che dovranno essere raccolte per la gestione di portafogli. In quest'ultimo caso, infatti, le decisioni di investimento vengono assunte dal gestore ed è plausibile ritenere che il cliente, pur dovendo essere messo nelle condizioni di comprendere il rischio associato all'intero portafoglio e a quello dei singoli strumenti che lo compongono, non abbia conoscenze ed esperienza approfondite. Il set informativo sarà più ampio, inoltre, nel caso in cui i prodotti proposti sono complessi o illiquidi, poiché rispetto ad essi è importante verificare la capacità dell'investitore di comprendere e sostenere finanziariamente i relativi rischi. Infine, le informazioni da acquisire dal cliente devono essere tanto più dettagliate quanto maggiore è l'ammontare investito rispetto al portafoglio finanziario complessivo, quanto più complessi sono gli obiettivi di investimento e quanto più lungo è l'orizzonte temporale di riferimento.

Gli intermediari dovrebbero poi curare l'affidabilità delle informazioni raccolte, evitando di affidarsi all'autovalutazione del cliente e assicurandosi che gli strumenti impiegati per la rilevazione delle informazioni ne garantiscano l'affidabilità e la coerenza (ad esempio, utilizzando questionari costituiti da domande comprensibili). Un profilo di rilievo riguarda poi l'aggiornamento delle informazioni che dovrebbe essere curato dall'intermediario attraverso un'apposita procedura. Tale procedura, che potrebbe eventualmente tenere in conto le caratteristiche del cliente e il tipo di servizio offerto, dovrebbe prevedere anche la variazione del profilo del cliente o le azioni da intraprendere nel caso in cui egli non fornisca l'informazione richiesta.

Nel caso in cui i clienti siano co-intestatari o siano una persona giuridica o una persona fisica in rappresentanza di un'altra persona fisica, l'impresa d'investimento e il cliente devono accordarsi su come dovrà essere definito il set informativo rilevante ai fini della valutazione di adeguatezza. Le informazioni minime richieste poi dovranno far riferimento alla situazione finanziaria e agli obiettivi d'investimento dell'effettivo beneficiario dell'investimento.

Per garantire l'adeguatezza dell'investimento, le *policy* e le procedure dell'intermediario dovranno tenere conto di tutte le informazioni disponibili, inclusa la struttura e la composizione complessiva del portafoglio al momento della prestazione del servizio, nonché le caratteristiche degli investimenti considerati, rispetto a tutte le tipologie di rischio e ai costi diretti o indiretti.

L'ESMA propone, inoltre, la definizione di procedure che consentano di rilevare e archiviare in modo ordinato e trasparente le informazioni relative a tutte le fasi del processo di valutazione di adeguatezza, in modo da permettere la ricostruzione del processo stesso, anche da parte delle autorità competenti e l'individuazione e la rimozione di eventuali criticità (come nel caso di *mis-selling*).

Anche nel contesto statunitense, il tema della rilevazione dell'attitudine al rischio è stato oggetto di un'attenzione modesta, mentre è stata privilegiata l'applicazione del principio di proporzionalità rispetto alle informazioni da rilevare.

Nel novembre 2010, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha approvato la proposta della *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA, già National Association of Securities Dealers) di estendere a tutti i soggetti vigilati l'ambito di applicazione delle *know-your-customer* e *suitability rules*, all'epoca circoscritto ai soli

brokers e *dealers* associati. Nel maggio 2011, la FINRA ha formulato linee-guida sulle nuove regole che entreranno in vigore a luglio 2012²⁴.

In particolare, la FINRA Rule 2090, la nuova *know-your-customer* così come rivista dalla SEC, richiede che gli intermediari usino una ragionevole diligenza nel rilevare e conservare le informazioni essenziali riferite al cliente. La FINRA Rule 2111, la nuova *suitability rule*, stabilisce che le imprese di investimento (*broker/dealer*, etc.) "*must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile.*"

In merito alle informazioni utili per la definizione del profilo dell'investitore la norma fornisce un elenco non esaustivo nel quale sono indicate l'età, gli investimenti esistenti, la situazione finanziaria, gli impegni finanziari e le esigenze di liquidità, i debiti fiscali, gli obiettivi e l'orizzonte temporale d'investimento, l'esperienza e il grado di tolleranza al rischio.

In merito ad alcune di queste variabili, la FINRA dà alcune indicazioni di dettaglio: ad esempio, i "*liquidity needs*" devono tenere conto delle intenzioni o degli impegni del cliente che possono generare la necessità di convertire facilmente e velocemente in contanti tutto o quota parte del proprio investimento senza dover sopportare significative perdite di valore o dover fronteggiare eccessivi costi di liquidazione; il "*time horizon*" è il numero di mesi, anni o decenni per i quali il cliente pianifica di investire al fine di perseguire un determinato obiettivo; la "*risk tolerance*", infine, viene definita come la capacità e la disponibilità a perdere una parte o tutto dell'investimento originario in cambio di rendimenti potenziali più elevati.

Le linee guida della FINRA precisano tuttavia che le variabili elencate nella Rule 2111 non possono considerarsi sempre sufficienti o necessarie: l'intermediario, infatti, non è tenuto a richiedere e analizzare tutte le informazioni indicate se può ragionevolmente ritenere e documentare che una o più informazioni non sono significative ai fini della profilatura. Gli intermediari possono quindi seguire un approccio *risk based* nel determinare quante e quali informazioni richiedere a seconda del grado di complessità e/o rischiosità del titolo raccomandato, della struttura del prodotto o della strategia d'investimento.

5 I questionari utilizzati dagli intermediari italiani

Nel contesto italiano l'unico studio disponibile sui questionari utilizzati dagli intermediari per la profilatura dei clienti è quello di Marinelli e Mazzoli (2010). Con riferimento ai 14 questionari esaminati, le autrici rilevano che la valutazione della tolleranza al rischio viene effettuata nella maggior parte dei casi richiedendo le aspettative di rischio-rendimento per i futuri investimenti o rispetto a situazioni di investimento ipotetiche, mentre il profilo di rischio del soggetto non viene mai rileva-

24 Finra, Regulatory Notice 11-02 e Regulatory Notice 11-25.

to; inoltre sono spesso assenti domande relative agli investimenti finanziari passati (ossia al rischio assunto nella vita reale) e ai vincoli finanziari attuali (*risk capacity*). Lo studio ha verificato inoltre la coerenza dei questionari rispetto alla classificazione dei soggetti intervistati somministrandone tre a un campione di 100 individui: il numero di casi in cui lo stesso individuo risulta classificato in modo differente oscilla, a seconda delle coppie di questionari considerati, tra il 51 e il 60%. Gli autori osservano che la stesura dei questionari sembra guidata soprattutto dai modelli di *business* degli intermediari, dalle caratteristiche dei prodotti offerti e verosimilmente anche dal livello di competenza del personale di *front-office* che propone gli investimenti.

Si potrebbe argomentare che, in linea di principio uno stesso soggetto può essere classificato in modo incoerente da due intermediari nella misura in cui i relativi modelli di *business* e composizione dell'offerta rispondono ad esigenze diverse del soggetto stesso, ossia sono riconducibili a obiettivi e orizzonti temporali rispetto ai quali anche l'attitudine al rischio è differente. Come si è già avuto modo di ricordare, infatti, anche nel campo delle scelte finanziarie la tolleranza del rischio è legata al contesto di riferimento, il che spiega intuitivamente il "paradosso" dell'individuo che compra contemporaneamente titoli a basso rischio e biglietti della lotteria. Alcuni modelli comportamentali come la *Behavioural Portfolio Theory*, le cui declinazioni presentano numerosi punti di contatto con la logica dei conti mentali e della piramide degli investimenti, forniscono tuttavia una spiegazione più sofisticata di questo comportamento: gli individui scelgono anche sulla base di un obiettivo di guadagno minimo, che può indurli a combinare investimenti a basso rischio con investimenti molto rischiosi, pur di ridurre la probabilità di mancare l'obiettivo stesso.

È inoltre indubbio che quanto più la gamma di prodotti offerti è rischiosa, tanto più dettagliata dovrebbe essere la rilevazione delle variabili che consentono di accertare la compatibilità dell'investimento proposto con la composizione del portafoglio complessivo e la capacità finanziaria del cliente di sopportare il rischio²⁵.

Il presente studio concerne profili che in parte coincidono e in parte estendono il lavoro di Marinelli e Mazzoli (2010). In particolare, esso analizza un campione di 20 questionari, con riguardo sia ai contenuti sia a taluni aspetti di attendibilità, ed esamina alcuni profili relativi alla strutturazione e alla modalità di somministrazione dei questionari, sulla base delle risposte fornite dagli intermediari a un'«intervista» formulata dalla Consob. Nessuna informazione è stata resa nota in materia di algoritmi utilizzati per l'elaborazione e l'aggregazione delle informazioni raccolte con i questionari ai fini della profilatura dei clienti.

Nel seguito si illustra dapprima l'evidenza raccolta attraverso l'«intervista» e poi l'analisi dei questionari.

25 Sarebbe interessante verificare se il grado di incoerenza nella classificazione dei clienti, rilevato nei vari contributi passati in rassegna, diminuisce per i questionari che possono dirsi "omogenei" rispetto alla segmentazione degli intermediari per tipologia di business e di prodotti e se esiste una correlazione tra la complessità e la rischiosità degli strumenti offerti e la tipologia e la quantità di informazioni raccolte.

5.1 Strutturazione e somministrazione dei questionari

L'«intervista» ha raccolto elementi informativi circa il processo di definizione dei questionari da parte degli intermediari, le (eventuali) verifiche di bontà e affidabilità, le modalità di somministrazione e l'aggiornamento del profilo del cliente (Riquadro 5).

In particolare, il processo di strutturazione dei questionari è stato esaminato attraverso le prime due domande, allo scopo di verificare se l'intermediario si è avvalso di esperti nelle discipline economiche, statistiche o psicologiche e se ha previsto verifiche di validità e attendibilità, anche attraverso la somministrazione dello strumento a un campione pilota.

La terza domanda riguarda l'eventuale previsione di format diversi a seconda che il cliente sia una persona fisica o giuridica. La domanda è motivata dal fatto che le informazioni rilevanti per la profilatura sono verosimilmente diverse a seconda della categoria di cliente e richiedono pertanto strumenti di rilevazione differenziati. La stessa direttiva MiFID, inoltre, prevede livelli di protezione diversi per i clienti al dettaglio e quelli professionali, presumendo che questi ultimi abbiano esperienze e conoscenze superiori ai primi, pur stabilendo che la valutazione di adeguatezza debba essere effettuata sulla base delle informazioni relative a situazione finanziaria e obiettivi di investimento.

Le modalità di somministrazione del questionario e la preparazione delle figure funzionali preposte sono oggetto, rispettivamente, della quarta e della quinta domanda. Le procedure che regolano la somministrazione del questionario, infatti, devono garantire una rilevazione attendibile e stabile delle informazioni sul cliente. Altrettanto importante è la preparazione del personale deputato a supportare il cliente nella lettura e compilazione del format e che, se necessario, deve rendere le spiegazioni richieste nel modo più chiaro, corretto e neutrale possibile.

Con la sesta domanda si è inteso verificare se la procedura informatica di registrazione dell'intervista sia stata sviluppata in modo da poter svolgere un controllo di coerenza ed evitare che il cliente, in sede di compilazione, fornisca risposte tra loro incompatibili.

Le modalità e la tempistica di aggiornamento del profilo cliente sono esplo- rate con le domande dalla settima alla nona, allo scopo di appurare se le procedure eventualmente previste assicurano un monitoraggio periodico delle informazioni rese dal cliente e se quest'ultimo può aggiornare autonomamente il proprio profilo.

L'ultima domanda intende verificare se l'algoritmo per la determinazione del profilo di rischio del cliente tiene in considerazione eventuali informazioni sulle esigenze/preferenze di liquidità del cliente. Qualora rilevate dall'intermediario, tali informazioni da un lato completano il quadro della situazione finanziaria del soggetto intervistato e dall'altro contribuiscono alla corretta definizione del grado di tolleranza al rischio dello stesso.

Riquadro 5

Strutturazione e somministrazione dei questionari ai clienti: l'«intervista» Consob

- 1) Ai fini della elaborazione dei questionari sono state coinvolte figure professionali specifiche (ad esempio, esperti della comunicazione, psicologi, economisti, statistici, etc.)?
- 2) È stata verificata la bontà del questionario elaborato? Se sì, con quali strumenti (ad esempio, è stato realizzato un test pilota su un campione ristretto di clienti)?
- 3) Sono stati elaborati questionari differenti a seconda della tipologia di clientela (*retail versus professional*)?
- 4) Esiste una procedura sulle modalità di somministrazione del questionario? In caso di risposta affermativa, si prega di illustrarne i tratti essenziali anche con particolare riferimento ai seguenti aspetti:
 - a. la figura funzionale preposta (ad esempio, responsabile di area)
 - b. il canale di somministrazione dei questionari (faccia a faccia, telefonica, postale, via telematica)
 - c. l'eventuale differenziazione delle modalità di somministrazione in funzione della tipologia di clienti (*retail versus professional*).
- 5) È prevista una formazione specifica per i funzionari che somministrano i questionari? In caso di risposta affermativa, si prega di illustrarne i tratti essenziali. Ad esempio, quale attenzione si dedica alle circostanze in cui il cliente abbia un basso livello di cultura finanziaria e/o risulti condizionato da meccanismi cognitivi e comportamentali potenzialmente distorsivi?
- 6) La procedura informatica utilizzata per la profilatura del cliente prevede criteri di non logicità (incongruenze) nelle risposte fornite? In caso di risposta affermativa, si prega di illustrare tali criteri e le relative modalità di controllo.
- 7) Esiste una procedura per l'aggiornamento del profilo del cliente? In caso di risposta affermativa, si prega di illustrarne i tratti essenziali.
- 8) Vi sono limiti alla frequenza di aggiornamento della profilatura cliente tramite questionario da parte degli addetti commerciali della banca?
- 9) Il cliente può modificare autonomamente il proprio profilo mediante risposte al questionario via *home-banking*? Esistono limiti e condizioni in tal caso?
- 10) L'acquisizione di eventuali informazioni sulle preferenze/esigenze di liquidità del cliente prescinde dalla somministrazione del questionario o, viceversa, è parte integrante del processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni consigliate?

Di seguito si riportano le principali evidenze emerse dall'intervista Consob (la Tavola 1 dell'Appendice dà evidenza delle risposte disaggregate per intermediario).

1) Ai fini della elaborazione dei questionari sono state coinvolte figure professionali specifiche (ad esempio, esperti della comunicazione, psicologi, economisti, statistici, etc.)?

La maggior parte degli intermediari (14 su 20) hanno elaborato il proprio questionario senza coinvolgere figure professionali specifiche e con il contributo di risorse interne; solo sette intermediari (un terzo del campione considerato) si sono rivolti a società di consulenza esterne con competenze in tema di comunicazione, statistica ed economia o disciplina MiFID.

2) È stata verificata la bontà del questionario elaborato? Se sì, con quali strumenti (ad esempio, è stato realizzato un test pilota su un campione ristretto di clienti)?

I test sulla bontà del questionario sono tesi a verificare la comprensibilità delle domande e a calibrare il linguaggio utilizzato, misurare il tempo medio di compilazione, esaminare che le risposte siano strutturate correttamente, appurare che non si verifichino casi di distribuzioni anomale delle risposte o dei risultati derivanti dall'algoritmo sottostante il questionario. Molte banche (14 su 20) dichiarano di aver verificato la bontà del questionario. I test realizzati, tuttavia, paiono disomogenei nel metodo e negli obiettivi. Non tutti gli intermediari hanno effettuato un test pilota, mentre alcuni hanno sottoposto a valutazione i questionari già utilizzati al fine di rivedere il format o i pesi utilizzati per la profilazione²⁶.

3) Sono stati elaborati questionari differenti a seconda della tipologia di clientela (*retail versus professional*)?

Quasi tutti i questionari pervenuti sono stati elaborati con riferimento alla specifica tipologia di clientela a cui sono rivolti (*persona fisica versus persona giuridica*). Solo tre banche prevedono una distinzione tra questionario per cliente *retail versus professional*.

²⁶ Un intermediario, in particolare, dichiara di aver verificato *ex post* la corrispondenza tra composizione dei portafogli e profilo del cliente (profilo definito rispetto al rischio e preferenze temporali). A tal proposito, vale la pena ricordare che il test sulla bontà del questionario non consiste nel verificare la coerenza tra le scelte di portafoglio consigliate/effettuate e il profilo definito in base alle informazioni raccolte, quanto invece nel verificare che le domande poste sono efficaci nel rappresentare il fenomeno che si intende indagare. Piuttosto che alla bontà dello strumento d'indagine, l'eventuale incoerenza delle scelte di portafoglio con il profilo identificato per l'investitore potrebbe riferirsi a criticità relative alla correttezza dei comportamenti dell'intermediario.

- 4) Esiste una procedura sulle modalità di somministrazione del questionario? In caso di risposta *affermativa*, si prega di illustrarne i tratti essenziali anche con particolare riferimento ai seguenti aspetti:
 - a. la figura funzionale preposta (ad esempio, responsabile di area)
 - b. il canale di somministrazione dei questionari (faccia a faccia, telefonica, postale, via telematica)
 - c. l'eventuale differenziazione delle modalità di somministrazione in funzione della tipologia di clienti (*retail versus professional*).
- 5) È prevista una formazione specifica per i funzionari che somministrano i questionari? In caso di risposta affermativa, si prega di illustrarne i tratti essenziali. Ad esempio, quale attenzione si dedica alle circostanze in cui il cliente abbia un basso livello di cultura finanziaria e/o risulti condizionato da meccanismi cognitivi e comportamentali potenzialmente distorsivi?
- 6) La procedura informatica utilizzata per la profilatura del cliente prevede criteri di non logicità (incongruenze) nelle risposte fornite? In caso di risposta affermativa, si prega di illustrare tali criteri e le relative modalità di controllo.

In merito alle modalità di somministrazione, i questionari vengono proposti nella fase del contatto diretto con il cliente da parte del gestore della relazione (*private banker*, promotore finanziario, operatori di sportello, addetti commerciali). Nella maggior parte dei casi l'intervistatore si avvale di un computer per registrare le risposte ottenute e verificare, tramite le procedure informatiche, la coerenza interna delle risposte date. Tali procedure consentono di rilevare incongruenze tra le informazioni fornite: a titolo esemplificativo, i criteri di non logicità possono essere impostati per garantire livelli di coerenza tra livello di "esperienza" e livello di "conoscenza" o tra "obiettivi di investimento" e "preferenze in materia di rischio".

Quasi tutti gli istituti di credito riservano ai funzionari che somministrano i questionari specifiche iniziative di formazione; nella maggior parte dei casi, tuttavia, tali iniziative si sostanziano in corsi di aggiornamento sulla normativa di riferimento o in generici percorsi formativi per consulenti, che non sempre prevedono moduli espressamente dedicati al questionario e quasi mai fanno esplicito riferimento ai meccanismi cognitivi e comportamentali potenzialmente rilevanti nell'ambito della somministrazione del questionario.

- 7) Esiste una procedura per l'aggiornamento del profilo del cliente? In caso di risposta affermativa, si prega di illustrarne i tratti essenziali.
- 8) Vi sono limiti alla frequenza di aggiornamento della profilatura cliente tramite questionario da parte degli addetti commerciali della banca?

9) Il cliente può modificare autonomamente il proprio profilo mediante risposte al questionario via *home-banking*? Esistono limiti e condizioni in tal caso?

I profili dei clienti vengono di norma aggiornati periodicamente secondo una procedura che blocca l'operatività (spesso solo quella in acquisto) sul portafoglio del cliente nel momento in cui trascorre troppo tempo dalla data prevista per la nuova profilatura. Il gestore della relazione o il cliente possono tuttavia richiedere l'aggiornamento del profilo (talvolta il cliente stesso può procedere autonomamente a modificarlo tramite *home-banking*) nel caso in cui ritengono che le informazioni rilevanti siano variate o che siano mutati gli obiettivi d'investimento. Quasi nessun intermediario prevede limiti all'aggiornamento del profilo cliente, ma taluni provvedono a verificare che la frequenza dell'aggiornamento non risulti anomala o che la ri-profilatura non avvenga in corrispondenza di una particolare operatività di portafoglio.

10) L'acquisizione di eventuali informazioni sulle preferenze/esigenze di liquidità del cliente prescinde dalla somministrazione del questionario o, viceversa, è parte integrante del processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni consigliate?

Per quanto riguarda l'acquisizione di informazioni su preferenze/esigenze di liquidità del cliente, la maggior parte dei questionari prevede una o più domande, che rilevano ai fini della valutazione dell'adeguatezza, sulle preferenze in termini di orizzonte temporale e obiettivi di investimento.

5.2 Analisi dei questionari

I contenuti

I contenuti della maggior parte dei questionari, complessivamente aderenti alle indicazioni della MiFID, riguardano un sotto-insieme di variabili limitato rispetto a quello suggerito dalla letteratura economica; tale evidenza riflette comunque l'impostazione della stessa Direttiva, diffusamente analizzata al paragrafo 3. Si segnala, tuttavia, che circa un quarto dei questionari analizzati rileva alcune variabili socio-demografiche, un questionario contiene una domanda che fa riferimento al concetto di diversificazione del rischio e due questionari indagano sulla tolleranza verso il rischio in maniera più articolata rispetto alla media del campione.

L'analisi che segue verifica la presenza e il numero di domande riferite alle tre sezioni indicate dalla Direttiva di livello 1 (L1) e la presenza e il numero di domande riferite alle informazioni indicate (in modo non vincolante) dalla Direttiva di livello 2 (L2).

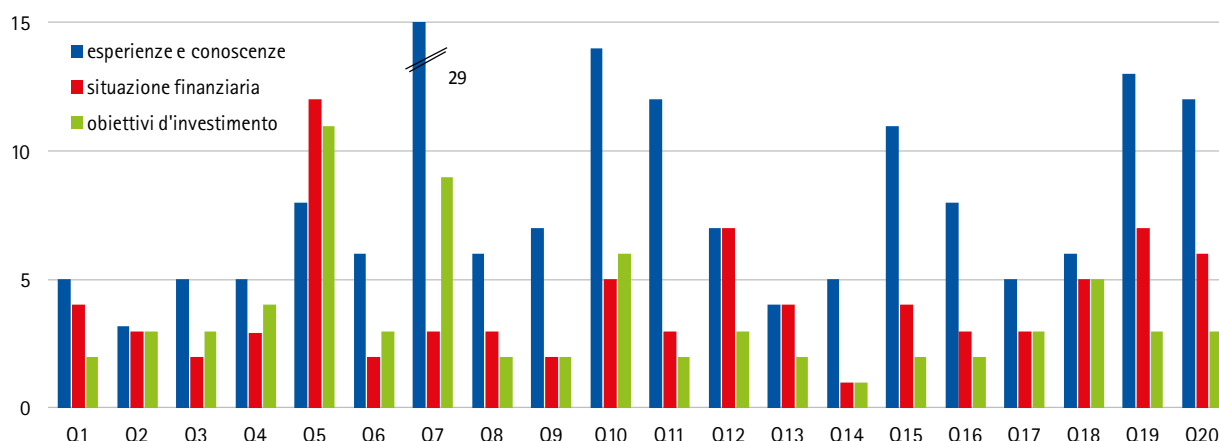
Dei 20 questionari considerati, 18 contengono una premessa in cui si fa riferimento alla normativa ai sensi della quale si procede alla somministrazione del questionario e agli obiettivi che si intendono perseguire con le informazioni rilevate. Tuttavia non sempre tale preambolo risulta facilmente identificabile: spesso il font, il posizionamento e altri elementi grafici non sono in grado di attrarre efficacemente l'attenzione del lettore, confondendosi sovente con le note informative sulla *privacy*. Tali limiti, comunque, sono agevolmente superabili nell'ambito dell'interazione tra intermediario e cliente mediante la comunicazione da parte del primo delle finalità dell'intervista e dell'uso che ne verrà fatto.

Il numero di domande è inferiore a 10 in un solo caso; è compreso tra 10 e 17 in 13 questionari e tra 18 e 27 in 4 casi; i due format più estesi ne contengono rispettivamente 37 e 44.

Quasi tutti i questionari sono articolati in più sezioni. Nel 50 per cento dei casi tali sezioni corrispondono alle tre aree indicate dalla MiFID: 1) esperienze e conoscenze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio; 2) situazione finanziaria; 3) obiettivi d'investimento. Nell'altra metà dei casi, invece, il numero di sezioni è superiore: talvolta, ad esempio, è prevista un'ulteriore sezione riferita alle informazioni anagrafiche/sociometriche; in altri casi le domande relative a esperienze e conoscenze sono state articolate in due aree separate. In uno solo dei questionari la seconda e la terza sezione ex MiFID sono state aggregate in una sola (si veda l'Appendice, Tav. 2).

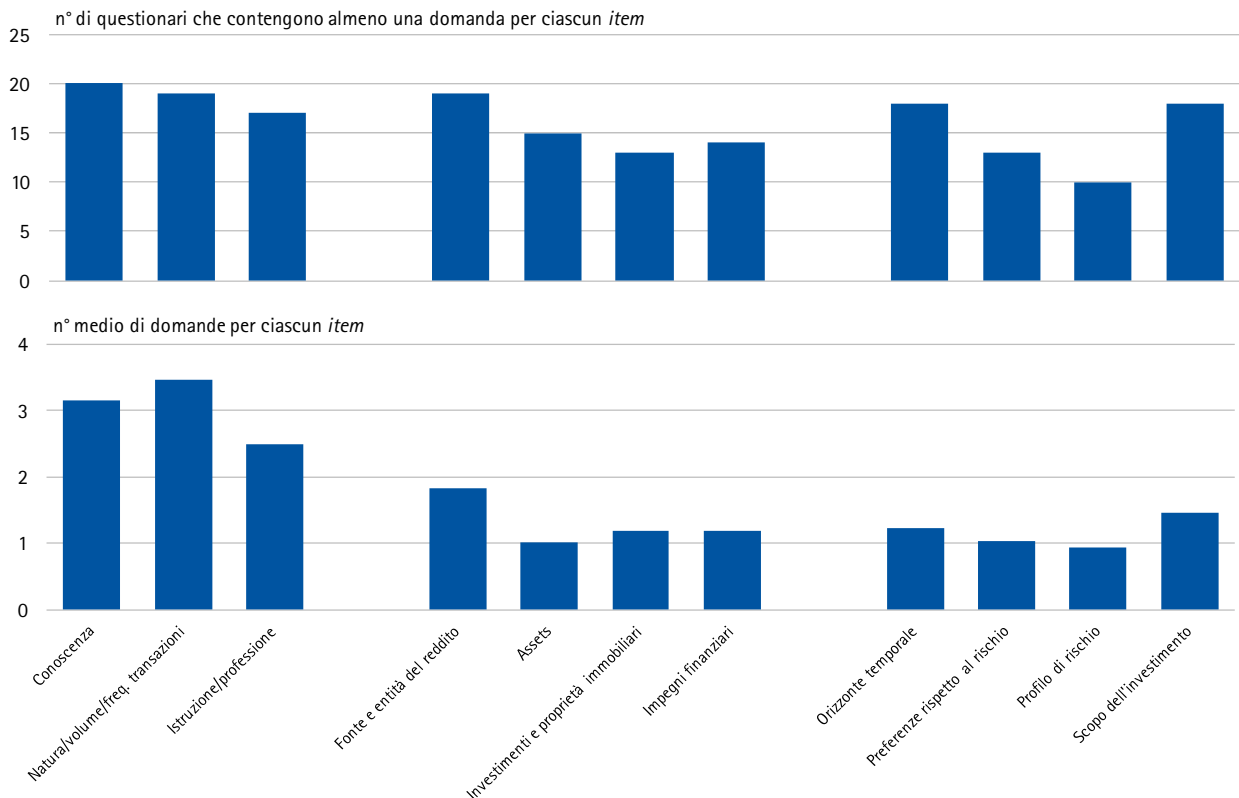
Tutti i questionari contengono almeno una domanda per ognuna delle aree indicate dalla Direttiva. Il numero medio di domande è 9 per la sezione relativa ad esperienze e conoscenze in materia di investimenti e 4 per quelle relative alla situazione finanziaria e agli obiettivi d'investimento (Fig. 1; Appendice, Tav. 3).

Fig. 1 Numero di domande per sezione



Scendendo nel dettaglio degli *items* suggeriti dalla Direttiva L2, non tutti i questionari coprono i singoli argomenti con almeno una domanda: l'unico *item* al quale tutti i questionari dedicano almeno un quesito è quello relativo ai servizi/strumenti con i quali il cliente ha dimestichezza (Fig. 2; Appendice, Tav. 3).

Fig. 2 Completezza rispetto agli *items* della Direttiva L2



Con riferimento alle domande sociometriche, l'informazione sull'età del cliente non è sempre rilevata (lo fanno solo 4 questionari); in alcuni casi è richiesta a margine del questionario, altrove si può supporre che sia desumibile dalla scheda anagrafica con cui il cliente stesso è registrato presso la banca; non si può tuttavia evincere che tale informazione sia effettivamente presa in considerazione nell'elaborazione del profilo del cliente. Risulta quasi sempre assente anche una domanda sulla composizione del nucleo familiare (17 casi); inoltre solo in quattro casi si richiede di esplicitare lo stato civile. Questa informazione è rilevante, tuttavia, anche ai fini della valutazione della situazione finanziaria del cliente, per determinare gli impegni finanziari regolari correnti o che potrebbero prevedibilmente emergere in futuro.

Le domande riferite a servizi/operazioni/strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza sono quelle in media più numerose, ma in nessuno dei questionari sono presenti quesiti focalizzati sui concetti di "relazione positiva fra rendimento atteso e rischio", "rischio di cambio", "attualizzazione/capitalizzazione",

"inflazione" (solo un questionario contiene una domanda che fa riferimento al concetto di "diversificazione del rischio").

Per quanto riguarda la sezione riferita alla situazione finanziaria, il numero delle domande su attività/investimenti/beni immobili e impegni finanziari del cliente va da un minimo di una a un massimo di 12. La maggior parte dei questionari contiene solo domande relative agli impegni finanziari regolari; solo in quattro casi, inoltre, gli intermediari verificano se il cliente ha sottoscritto contratti assicurativi o prodotti previdenziali.

La sezione meno dettagliata è quella riferita agli obiettivi di investimento: in particolare, i questionari che contengono almeno una domanda in merito alle preferenze rispetto al rischio sono 13, mentre quelli che fanno riferimento al profilo di rischio sono appena la metà, con un numero medio delle domande molto basso; in due casi non si fa alcun riferimento, né diretto né indiretto, alle preferenze in materia di rischio del cliente o al suo profilo di rischio.

La maggior parte degli intermediari chiede al cliente di descrivere il proprio approccio agli investimenti/profilo di rischio consentendo una scelta tra quattro o più strategie alternative in termini di rischio-rendimento, o tra quattro livelli diversi di rischio accettabile (minimo, moderato, etc.), o tra diverse finalità d'investimento (crescita/mantenimento del proprio capitale). In soli tre casi si domanda all'investitore di descrivere la reazione che avrebbe (o le decisioni che prenderebbe) a fronte di un particolare scenario (andamento dei mercati negativo, perdite di portafoglio, eredità e possibili investimenti immobiliari).

Alcuni profili di validità e attendibilità

L'analisi di validità dei questionari ha verificato se l'attitudine al rischio e la capacità finanziaria del cliente fossero state identificate come grandezze distinte e in quanto tali rilevate attraverso domande separate o comunque attraverso domande formulate in modo da non indurre una risposta guidata da entrambe le grandezze.

Con riguardo all'attendibilità, oltre al numero di domande commentato al paragrafo precedente, sono state esaminate una serie di caratteristiche che possono condizionare la chiarezza e la comprensibilità di un questionario, quali aspetti di *layouting*, struttura, tipologia di domande e profili linguistico-testuali.

L'analisi di *layouting* si è concentrata sugli aspetti di "formattazione" che possono rendere più o meno agevole la lettura e la compilazione dei questionari da parte dei clienti. In particolare sono stati considerati il font utilizzato, l'interlinea e la suddivisione in paragrafi, la presenza di una colonna/uno spazio destinati ad accogliere le risposte, l'eventuale numerazione delle pagine e delle domande.

L'analisi della struttura, oltre a verificare la presenza di un preambolo sulle finalità del questionario, ha esaminato il raggruppamento delle domande per aree tematiche, allo scopo di accertare se il soggetto intervistato è messo nella condizione di concentrarsi su un argomento per volta, e la sequenza per grado di complessità che

idealmente dovrebbe permettere al soggetto di affrontare i temi più complessi quando il livello di attenzione è ancora elevato.

In particolare è stato verificato:

- il raggruppamento delle domande per sezioni o per temi e, ove necessario, il rispetto di una sequenza (anche cronologica laddove si ricostruiscono eventi) che facilita la concentrazione del cliente su un argomento alla volta;
- la posizione in coda delle domande che non richiedono una riflessione/un ragionamento (ad esempio quelle socio-demografiche), così da evitare che quelle più complesse siano somministrate quando il cliente è già stanco;
- l'eventuale posizione intermedia delle domande più complesse per evitare che al soggetto sia richiesto, sin dall'inizio dell'intervista, un impegno che potrebbe metterlo in difficoltà.

L'analisi ha poi verificato se la risposta potesse risultare indirizzata dalla tipologia delle domande e dal formato delle risposte utilizzati.

In particolare le domande sono state distinte in varie categorie: quantitative *versus* qualitative; a risposta chiusa²⁷, aperta-guidata o aperta (a seconda che sia prevista o meno la risposta "non risponde/non so"²⁸). Si è verificato, inoltre, se le scale nelle risposte includono lo stesso numero di opzioni positive e negative e se, nelle risposte multiple, le opzioni sono mutuamente esclusive.

È stato infine esaminato l'eventuale utilizzo di domande filtro, che permettono di saltare uno o più quesiti successivi al verificarsi di talune condizioni, e di batterie di domande, ossia serie di domande che variano solo nell'oggetto al quale si riferiscono ma sono precedute dalla stessa introduzione e seguite da risposte con la stessa formulazione. In tal caso è opportuno presentare le domande al cliente in un unico blocco non solo per ridurre la lunghezza del questionario e il tempo dell'intervista, ma anche per facilitare la comprensione del meccanismo di risposta e migliorarne la validità. Questa struttura può facilitare, tuttavia, risposte casuali e/o meccanicamente uguali tra loro: l'intervistato può essere indotto, infatti, a utilizzare una "scorciatoia di pensiero", scegliendo l'opzione che occupa la stessa posizione nella scala o nelle alternative a prescindere dal contenuto della domanda (cosiddetto *response effect*). Può essere utile, pertanto, introdurre nella batteria alcune domande di controllo a polarità invertita per controllare questo effetto.

Sul piano linguistico-testuale l'attenzione si è concentrata su alcuni requisiti che i termini utilizzati e le domande formulate dovrebbero rispettare per garantire comprensibilità e chiarezza del questionario. In particolare, la scelta dei termini dovrebbe privilegiare parole semplici e dal significato univoco, evitando espressioni

27 La risposta può essere dicotomica (sì/no), politomica o ad alternativa fissa; può essere multipla, a scala numerica o a scala verbale (un esempio è la scala di Likert che prevede una sequenza di risposte che vanno da "molto d'accordo" a "per nulla d'accordo").

28 Si ricorda, a tal proposito, che la Direttiva di 2 livello stabilisce che "L'impresa di investimento non incoraggia un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste ai fini dell'applicazione dell'articolo 19, paragrafi 4 e 5, della Direttiva 2004/39/CE".

gergali, acronimi o linguaggio tecnico. Con riferimento alle domande, poi, è evidente l'importanza di usare una struttura sintattica precisa, lineare e concisa (benché esempi e spiegazioni si rendano necessari per quelle particolarmente complesse). È poi importante evitare le espressioni in negativo, per contenere le risposte indotte da acquiescenza, ed evitare la doppia negazione. È opportuno anche che il testo delle domande non abbia una connotazione "emotiva" (*loaded question*) e non sia tale da orientare la risposta (*leading question*), ad esempio dando per scontata la premessa o la risposta stessa. Infine le domande devono essere focalizzate sul singolo argomento e devono prevedere una risposta univoca (in caso contrario si propongono *double-barreled questions*).

I risultati dell'analisi condotta alla luce dei criteri appena illustrati sono riportati di seguito (per maggiori dettagli si veda anche l'Appendice, Tavv. 4 e 5).

Layouting

Non tutti i questionari contengono pagine numerate e/o prevedono una numerazione delle domande: nella ricognizione dei risultati, dunque, non è sempre facile identificare gli abbinamenti domanda-risposta, mettere in relazione sezioni, domande e risposte, o distinguere le varie sotto-domande all'interno di eventuali batterie di domande.

Il font e l'interlinea sono generalmente adeguati, ossia scelti in modo da rendere la lettura non faticosa, ma gli spazi grafici non sempre identificano chiaramente le sezioni o le aree dedicate alla risposta.

Struttura

I questionari si aprono quasi tutti con domande di carattere sociometrico; la ricognizione dei dati anagrafici è tipicamente posizionata in prima pagina, insieme a domande su livello di istruzione, professione e situazione finanziaria, riconducibili agli *items* suggeriti dalle norme di attuazione della MiFID. Poiché tali domande non richiedono una particolare attenzione, la letteratura consiglia di collocarle nella parte finale del questionario, quando il cliente può essere più distratto. Con riferimento ai questionari analizzati, il posizionamento delle domande sociometriche all'inizio non può tuttavia pregiudicare l'esito dell'intervista, dal momento che la lunghezza dei format risulta generalmente contenuta.

Con riguardo al numero di domande e alla articolazione in sezioni si rimanda al sotto-paragrafo precedente (*I contenuti*).

Tipologie di domande e di risposte

Gli intermediari generalmente evitano di formulare domande in batteria: solo tre dei questionari esaminati ne fanno un uso ricorrente, raccogliendo informazioni

su una serie di *items* tramite un'unica domanda che prevede lo stesso tipo di risposta per i diversi oggetti.

Quasi il 70% delle domande formulate nei questionari del campione richiedono risposte politomiche e, ovviamente, mutuamente esclusive; in un numero minore sono presenti risposte chiuse dicotomiche e in misura molto contenuta risposte aperte. Tutte le domande sono di tipo qualitativo.

In soli due questionari è stata ripetutamente prevista la facoltà di non rispondere o di rispondere "non so"; per uno di questi l'intermediario ha tuttavia evidenziato che la procedura informatica utilizzata non permette la replica "non rispondo" per più di una volta. Solo un format contiene un paio di domande facoltative (relative alle informazioni sulle fonti di reddito e sul patrimonio mobiliare).

Profili linguistico-testuali

Con riguardo ai profili linguistico-testuali le maggiori criticità sono emerse rispetto alla rilevazione di esperienze e conoscenze in materia di investimenti e alla rilevazione della tolleranza al rischio.

Per quanto riguarda le domande relative alla dimestichezza in materia di investimenti, il cliente è generalmente chiamato a dare un voto (su una scala verbale/numerica) alle conoscenze che ritiene di avere sui prodotti indicati nel questionario. La formulazione di tali quesiti soffre dei limiti connessi all'autovalutazione e può inoltre indurre il soggetto a tentare, consapevolmente (cosiddetta *other reception*) o inconsapevolmente (cosiddetta *self reception*), di migliorare la propria immagine tramite risposte falsate (si veda l'Appendice, Tav. 4). Le domande, inoltre, sono spesso doppie (*barreled*) - in quanto richiedono di rispondere ad un interrogativo composto da più enunciati - o *leading* - in quanto suggeriscono la risposta stessa.

A tal proposito la letteratura sui questionari fornisce indicazioni interessanti. Ad esempio un questionario non dovrebbe verificare la conoscenza di particolari caratteristiche di prodotti finanziari complessi senza avere preventivamente appurato la conoscenza di base dei prodotti finanziari semplici. Rispetto a un insieme di prodotti finanziari differenti, per i quali il questionario intende verificare il livello di conoscenza finanziaria, sarebbe, inoltre, sempre auspicabile formulare più domande con riferimento alle singole caratteristiche di ogni singolo prodotto, piuttosto che un'unica domanda riferita contemporaneamente a più caratteristiche di più prodotti diversi. Dovrebbero essere evitate, infine, domande *leading*, ossia quelle che già indicano dettagliatamente le caratteristiche del prodotto, poiché, oltre a basarsi sull'autovalutazione, possono indurre risposte falsamente positive.

Ricorrono spesso domande che prevedono la scelta tra alternative dicotomiche ovvero ordinate in scala e possono spingere il cliente alla remissività: l'intervistato è portato a seguire la tendenza inconscia a rispondere positivamente a ogni domanda o a posizionarsi centralmente nelle scale delle risposte (cosiddetta acquiescenza o *central tendency*). Infine in alcuni casi il questionario utilizza termini imprecisi, che possono essere fraintesi, o al contrario termini tecnici, che possono risultare di difficile comprensione.

Ad esempio, il ricorrere di aggettivi come "equilibrato" o "aggressivo" nei quesiti che richiedono di descrivere al meglio il proprio approccio agli investimenti può indurre il cliente a scegliere la risposta considerata socialmente più accettabile/adequata e non quella più aderente alle sue reali inclinazioni. A fraintendimenti e a interpretazioni soggettive si presta anche il ricorso a locuzioni puramente qualitative, come "oscillazioni di mercato limitate/contenute" o "elevate/consistenti/significative".

Le domande relative alla rilevazione della tolleranza al rischio: un approfondimento

Come già ricordato, la rilevazione della tolleranza al rischio confluisce ai sensi della MiFID in una sezione riconducibile a un'ampia area tematica, che abbraccia le preferenze sull'orizzonte temporale, gli obiettivi d'investimento, il profilo e le preferenze in materia di rischio.

In media alla terza sezione della MiFID afferiscono quattro domande per questionario (per un totale di 71); di queste solo una (in media) riguarda l'atteggiamento verso il rischio (si veda l'Appendice, Tav. 5). Come già anticipato al sottoparagrafo "*I contenuti*", i questionari che includono almeno una domanda in merito alle preferenze rispetto al rischio sono tredici, mentre solo dieci dedicano almeno una domanda al profilo di rischio²⁹. Non sempre, peraltro, il riferimento alla nozione di rischio è univoco, poiché i quesiti attengono sia agli obiettivi d'investimento sia alle preferenze in materia di rischio.

La maggior parte delle domande inoltre risultano essere vaghe o imprecise, ovvero contengono riferimenti tecnici che ne possono compromettere la comprensione o, ancora, richiedono al cliente di esprimere un giudizio su se stesso.

Le domande destinate a raccogliere contemporaneamente informazioni riferite a finalità degli investimenti, propensione e preferenze in materia di rischio mancano del requisito dell'univocità. I quesiti che richiedono direttamente al cliente di identificare il proprio profilo di rischio soffrono dei limiti connessi con l'auto-rappresentazione. Le risposte politomiche che prevedono il confronto tra aggettivi vaghi e imprecisi ("moderato/prudente/equilibrato" oppure "dinamico/aggressivo") possono indurre interpretazioni soggettive e confondere il cliente. Le domande attinenti alle preferenze tra diversi approcci all'investimento che descrivono le alternative tra cui scegliere avvalendosi di termini tecnici (mercato di liquidità/monetario, esposizione valutaria, prodotto con leva finanziaria superiore a 1) rischiano, plausibilmente, di essere incomprensibili.

In conclusione, solo due sui 20 questionari analizzati possono considerarsi sufficientemente chiari, efficaci e "validi" poiché utilizzano domande precise e identificano univocamente la grandezza da misurare; i restanti rilevano indistintamente attitudine al rischio, capacità di rischio, tolleranza al rischio e obiettivi d'investimento e sono carenti sul piano lessicale quanto a comprensibilità.

²⁹ In due questionari non è presente alcuna domanda riferita alle preferenze in materia di rischio del cliente o al suo profilo di rischio.

6 Conclusioni

Il presente lavoro, dopo aver passato in rassegna le variabili che secondo la letteratura sono rilevanti per la profilatura di un investitore, ha analizzato gli aspetti procedurali connessi con la strutturazione e le modalità di somministrazione dei questionari e i relativi contenuti per un campione di 20 intermediari italiani.

In particolare, con riguardo alla strutturazione e somministrazione dei questionari, è emerso che l'elaborazione dei format è stata spesso affidata al personale interno, per il quale solo in alcuni casi sono stati previsti percorsi di formazione specifici. Ciò può costituire una criticità poiché, come mostra l'evidenza empirica sugli strumenti di rilevazione della tolleranza verso il rischio, la formulazione di un questionario valido e attendibile richiede competenze *ad hoc* e multidisciplinari.

Per quanto concerne i contenuti, sebbene complessivamente aderenti alle previsioni della MiFID, i questionari si connotano nella maggior parte dei casi per un disallineamento rispetto alle indicazioni della letteratura economica, che riflette la stessa impostazione della MiFID, e per talune caratteristiche linguistico-testuali che ne limitano chiarezza e comprensibilità.

Rispetto alle informazioni rilevate in merito alle esperienze e conoscenze in materia di investimenti i profili di maggiore debolezza riguardano l'accertamento della capacità del cliente di comprendere i rischi associati a un certo investimento. Molto spesso le domande finalizzate a verificare la conoscenza di specifici strumenti finanziari richiedono al cliente di auto-valutarsi e possono quindi indurre risposte poco affidabili. Infine, in nessuno dei questionari sono presenti quesiti focalizzati a verificare la conoscenza di nozioni di base quali, ad esempio, la relazione fra rendimento atteso e rischio, l'inflazione e le operazioni di attualizzazione e capitalizzazione. Secondo quanto suggerisce la letteratura economica, sarebbe opportuno evitare l'auto-valutazione e affinare la rilevazione delle conoscenze del cliente sia di specifici strumenti finanziari sia, più in generale, di alcune nozioni finanziarie di base quali la relazione tra rischio e rendimento e il principio di diversificazione del rischio.

Con riferimento alle informazioni relative alla situazione finanziaria del cliente, la maggior parte dei questionari esaminati non rileva tutte le variabili sociometriche o economiche che la letteratura ritiene importanti ai fini della ricognizione della situazione finanziaria, quali ad esempio la composizione del nucleo familiare, il reddito e il patrimonio, non solo individuali ma anche familiari.

In merito alle informazioni sugli obiettivi d'investimento, nei questionari esaminati generalmente la "misurazione" dell'atteggiamento verso il rischio si confonde e si sovrappone con la rilevazione dell'orizzonte temporale e della finalità dell'investimento, ossia con gli altri elementi necessari per formulare una raccomandazione di investimento. Questa impostazione è stata criticata in letteratura poiché le preferenze in materia di rischio e il profilo di rischio dovrebbero essere rilevati autonomamente rispetto a orizzonte temporale e finalità dell'investimento, essendo ciascuna di queste variabili influenzata da fattori differenti (ad esempio, le preferenze e il profilo di rischio sono riconducibili a fattori sociometrici, psicologici e comporta-

mentali, mentre l'orizzonte temporale e gli obiettivi di investimento dipendono da fattori economico-finanziari, dal livello di impazienza, etc.).

L'analisi degli aspetti strutturali, linguistici e testuali, che possono condizionare la chiarezza e la comprensibilità dei questionari, mostra che le domande su conoscenze/esperienze e atteggiamento verso il rischio spesso non sono univoche, poiché si riferiscono a più temi contemporaneamente, ovvero contengono termini tecnici che possono comprometterne la comprensione. Infine, la rilevazione dell'attitudine verso il rischio manca di quegli accorgimenti stilistici e lessicali che, secondo la finanza comportamentale, consentono di evitare risposte condizionate da eventuali limiti cognitivi e comportamentali del cliente.

Riferimenti bibliografici

- Aa. Vv. (2009), Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Università Cattolica del S. Cuore, Laboratorio Di Analisi Monetaria, Osservatorio Monetario, n. 3/2009.
- Bechara A., Damasio A.R., Damasio H., Anderson S.W. (1994), "Insensitivity to future consequences following damage to human prefrontal cortex", *Cognition* 50, 7-15.
- Benartzi S., Iyenger S., Previtro A. (2007), "Affective communication: engaging emotions to change consumers behaviour when cognitive appeals to fail", mimeo, Rand Behavioural.
- Bouchev, P. (2004), "Questionnaire quest: New research shows that standard questionnaires designed to reveal investors' risk tolerance levels are often flawed or misleading". *Financial Planning*, July 1, 2004, 1.
- Callan, V. J., e Johnson M. (2003), "Some Guidelines for Financial Planners in Measuring and Advising Clients About Their Levels of Risk Tolerance", *Journal of Personal Finance* 1, 31-44.
- Consob, Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009.
- Cordell, D.M. (2001), "RISKPACK: How to Evaluate Risk Tolerance", *Journal of Financial Planning*, 2001, 36-40.
- Cordell, D.M. (2002), "Risk tolerance in two dimensions", *Journal of Financial Planning*, 15 (5), 30-33.
- De Palma, A. e Picard, N. (2010), "Evaluation of MiFID Questionnaires in France, Study for the AMF", www.amf-france.org.
- Eckel C.C. e Grossman P.J. (2002), "Sex differences and statistical stereotyping in attitudes toward financial risk", *Evolution and Human Behavior*, 23, 281-295.
- European Securities and Markets Authority (ESMA), Consultation paper, "Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements", Dicembre 2011, [Esma/2011/445](http://esma.europa.eu/2011/445).
- Finametrica (2011), *Finametrica's Response to the Financial Services Authority's*.
- Financial Industry Regulatory Authority (Finra), *Regulatory Notice 11-02 e Regulatory Notice 11-25*.

- Financial Services Authority (FSA), "Assessing suitability: Establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection", marzo 2011.
- Financial Services Authority (FSA), Conduct of business sourcebook.
- Ganzach Y. (2000), "Judging risk and return of financial assets", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 83, 353-370.
- García-Gallego, A., Georgantzis, N., Jaramillo-Gutiérrez, A., e Parravano, M. (2010), "The lottery-panel task for bi-dimensional parameter-free elicitation of risk attitudes," *The Papers 10/12*, Department of Economic Theory and Economic History of the University of Granada.
- Gilliam, J., Chatterjee, S. e Grable, J. (2010), "Measuring the Perception of Financial Risk Tolerance: A Tale of Two Measures", *Association for Financial Counseling and Planning Education*, vol. 21, 30-43.
- Grable, J. E. e Lytton, R. H. (2001), "Assessing the concurrent validity of the SCF risk tolerance question", *Journal of Financial Counseling and Planning*, 12, (2), 43-52.
- Grable, J. E. e Lytton, R. H. (2003), "The development of a risk assessment instrument: A follow-up study", *Financial Services Review*, 12, 257-274.
- Grable, J. E., e Lytton, R. H. (1999), "Financial risk tolerance revisited: The development of a risk assessment instrument". *Financial Services Review*, 8, 163-181.
- Hanna, S. D., Gutter, M. S. e Fan, J. X. (2001), "A measure of risk tolerance based on economic theory", *Financial Counseling and Planning*, 12(2), 53-60.
- Hanna, S.D., Gutter, M., e Fan, J. (1998), "A Theory Based Measure of Risk Tolerance", Columbus, OH: The Ohio State University, Department of Consumer and Textiles Science.
- Holt, C.A. e Laury, S.K. (2002), "Risk Aversion and Incentive Effects", *American Economic Review*, 2002, n. 92, pp. 1644-1655.
- Holzhauser, H.M. e McLeod, R.W. (2009), "Five Factors Model for Measuring Financial Risk Tolerance", working paper, September 1, 2009.
- Kahneman, D., e Tversky, A. (1979), "Prospect theory: An analysis of decision under risk". *Econometrics*, 47:263-291.
- Linciano, N. (2010), "Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale", *Quaderno di Finanza*, 2010, gennaio, n. 66.
- Loewenstein, G.F., Weber, E.U., Hsee, C.K., e Welch, E.S. (2001), "Risk as Feelings", *Psychological Bulletin*, 2001, n. 127, pp. 267-286.
- Lucarelli C. e Brighetti G. (2011), "Risk Tolerance in Financial Decision Making", Palgrave Macmillan.

- Lucarelli, C. (2011), "Consulenza e tolleranza al rischio: vantaggi e limiti dell'auto-profilazione", in Oriani, M. e Zanaboni, B., *La consulenza finanziaria*, ed. Il Sole24Ore.
- Lucarelli, C. e Brighetti, G. (a cura di) (2010), "Risk Tolerance in Financial Decision Making. The economics and the neuroscience perspective", Palgrave Macmillan, UK.
- MacGregor D.G., Slovic P., Dreman D., e Berry M. (2000), "Imagery, Affect and Financial Judgment", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1, 104-110.
- Marinelli N. e Mazzoli C. (a cura di) (2010), "The Traditional Approach to Evaluate the Risk Tolerance of Investment Decisions", Palgrave Macmillan, UK.
- Menon, M. e Perali, F. (2011), "Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What Can We Learn for the MiFID Directive?", *Quaderni di Finanza Consob*, 2011, n. 68.
- Merrill Lynch, (1996) "You and your Money. A Financial Handbook for Women Investors", New York.
- Mertz C.K., Slovic P. e Purchase I.F.H. (1998), "Judgments of chemical risks: Comparison among senior managers, toxicologists, and the public", *Risk Analysis*, 18, 391-404.
- Motterlini M. (2010), "Trappole mentali. Come difendersi dalle proprie illusioni e dagli inganni altrui", BUR Biblioteca Univ. Rizzoli.
- Nosic, A. e Weber, M. (2010), "How Risky Do I Invest: The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions and Overconfidence", *Decision Analysis*, Vol. 7, 282-301, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1004002>.
- Olsen R.A. (1997), "Investment Risk: The Experts' Perspectives", *Financial Analysts Journal*, 53, 62-66.
- Roszkowski, M.J., Davey, G. e Grable, J.E. (2008), "Questioning the Questionnaire Method: Insights on Measuring Risk Tolerance from Psychology and Psychometrics", *Journal of Financial Planning*, 2008, n. 4, 68-76.
- Roszkowski. M.J. e Grable, J.E. (2005), "Estimating Risk Tolerance: The Degree of Accuracy and Paramorphic Representations of the Estimates", *Association for Financial Counseling and Planning Education*, 29-47.
- Roszkowski. M.J., Davey, G. e Grable, J.E. (2005), "Insights from Psychology Psychometrics on Measuring Risk Tolerance", *Journal of Financial Planning*, 4, 66-77.
- Roszkowski, M.J. (1992), "How to Assess a Client's Risk Tolerance: The Basics", *Personal financial risk tolerance*, Bryn Mawr, PA: The American College.
- Sabater-Grande, G. e Georgantzis, N. (2002), "Accounting for risk aversion in repeated prisoners' dilemma games: an experimental test", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 48(1), 37-50.

- Shefrin, H. (2000), "Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing", Financial Management Association Survey and Synthetic Series. Boston, MA: Harvard business school press.
- Slovic, P. (2000), "The perception of risk". London: Earthscan Publications Ltd.
- Thaler R.H. (1985), "Mental Accounting and Consumer Choice", Marketing Science, 4, 199-214.
- _____ (1989), "Saving, Fungibility and Mental Accounts", Journal of Economic Perspectives, 4, 193-205.
- Thaler R.H. e Johnson E.J. (1990), "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice", Management Science, 36, 643-660.
- Yook, K.C. e Everett, R. (2003), "Assessing Risk Tolerance. Questioning the Questionnaire Method", Journal of Financial Planning, 2003, n. 8, 48-55.
- Zuckerman, M., Kolin, E.A., Price, L. e Zoob, I. (1964), "Development of a sensation-seeking scale", Journal of consulting psychology, vol. 28 (6), 477-482.

Tav. 1 Domande sulla metodologia di strutturazione dei questionari e sulle modalità di somministrazione degli stessi ai clienti

	D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8	D9	D10
Q1	SI	SI	SI	Procedura CAPI	SI	NO	ogni 3 anni	NO ¹	NO	nel questionario ²
Q2	NO	NO	SI	Procedura CAPI o tramite IB	SI, ma non specifica	SI	su richiesta o tramite IB	NO ¹	SI, senza limiti	nel questionario ²
Q3	NO	NO	NO	Procedura CAPI o tramite IB	SI	NO	ogni 3 anni	NO	SI, senza limiti	non al momento
Q4	NO	SI	SI	Faccia a faccia	SI	NO	periodicamente	non prima di 2 anni	NO	nel questionario
Q5	NO	SI	SI	Procedura CAPI	SI	SI	ogni 2 anni	NO	NO	anche nel questionario
Q6	NO	SI	SI	Procedura CAPI	SI	SI	ogni 3 anni	NO	SI, senza limiti	nel questionario
Q7	NO	SI	SI	Procedura CAPI o tramite IB	Doc. formativa	SI	ogni 5 anni o su richiesta	NO	SI, senza limiti	nel questionario ²
Q8	SI	SI	SI	Procedura CAPI	SI	SI	annuale	NO	SI, eccetto la sezione relativa agli obiettivi di investimento	nel questionario ²
Q9	NO	SI	SI	Procedura CAPI	SI	SI	annuale	NO ¹	NO	NO
Q10	SI	SI	SI	Procedura CAPI	SI	SI	ogni 3 anni	non prima di 6 mesi	NO	nel questionario ²
Q11	NO	SI	SI	Faccia a faccia	NO	SI	periodicamente	NO	NO	nel questionario ²
Q12	SI	NO	NO	Faccia a faccia	SI	NO	NO	NO	NO	non al momento
Q13	SI	SI	SI	Faccia a faccia/IB/PB	SI	SI	periodicamente	non prima di 3 mesi ³	SI, senza limiti	nel questionario in via di definizione
Q14	SI	NO	NO	Faccia a faccia	NO	NO	su richiesta	NO	NO	precede dal questionario
Q15	NO	SI	NO	Faccia a faccia	SI	NO	NO	NO	NO	nel questionario ²
Q16	NO	NO	SI	Faccia a faccia	SI	SI	annuale, salvo diversa esigenza	NO	NO	NO
Q17	NO	SI	NO	Faccia a faccia	NO	-	annuale o su richiesta	NO	NO	NO
Q18	SI	NO	NO	Faccia a faccia	Doc. formativa	NO ⁴	periodicamente	NO	NO	nel questionario ²
Q19	NO	SI	NO	Faccia a faccia	SI	NO	No	NO	NO	[domanda non compresa]
Q20 ⁵	NO	NO	SI	NO	NO	NO	periodicamente	NO	NO	NO

Legenda: IB = internet banking, PB = phone banking, CAPI = computer assisted personal interview.

- 1 Gli aggiornamenti anomali sono oggetto di segnalazione.
- 2 Il questionario prevede una o più domande su orizzonte temporale/obiettivi d'investimento.
- 3 Solo se l'aggiornamento comporta un incremento della tolleranza al rischio.
- 4 Nel caso di domande che insistono su uno stesso tema a cui viene data una risposta (apparentemente) divergente il questionario è strutturato in modo da selezionare il punteggio più conservativo tra quelli associati a ciascuna risposta.
- 5 L'intermediario precisa di aver predisposto questionari per la valutazione dell'adeguatezza, ma di non averne mai somministrati, in quanto al momento il servizio di consulenza non è prestato.

Tav. 2 Principali risultati dell'analisi di struttura e layout

<i>questionario</i>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
numerazione pagine	NO	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	SÌ
numerazione domande	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ
presenza di spiegazioni in merito alla finalità del questionario	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ
identificazione grafica separata delle spiegazioni in un preambolo	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ
leggibilità	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ
raggruppamento per aree tematiche	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ
numero aree tematiche	3	//	4	4	3	3	//	3	4	3	2	4	3	3	4	4	3	7	3	5
identificazione grafica separata delle sezioni	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ

Nota: la valutazione di leggibilità si riferisce alle scelte compiute in fatto di font, interlinea e identificazione degli spazi grafici.

Tav. 3 Completezza rispetto agli *items* della Direttiva L2

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8	Q9	Q10	Q11	Q12	Q13	Q14	Q15	Q16	Q17	Q18	Q19	Q20	N°	Media
<i>esperienze e conoscenze</i>	5	3	5	5	8	6	29	6	7	14	12	7	4	5	11	8	5	6	13	12	20	9
tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza	1	1	<2	<1	2	6	10	1	2	12	8	3	2	1	2	3	1	3	2	1	20	3
natura, volume e frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite	2	1	<3	<3	4	16	5	2	2	2	2	2	1	1	4	3	3	2	7	4	19	3
livello di istruzione e professione o, se rilevante, precedente professione	2	>1	1	2	2	3	3	3	3	2	2	2	1	3	5	2	1	1	4	7	17	2
<i>situazione finanziaria</i>	4	3	2	3	12	2	3	3	2	5	3	7	4	1	4	3	3	5	7	6	20	4
fonte e consistenza del reddito regolare	2	<1	1	1	5	1	2	1	1	2	2	3	2		2	1	2	1	3	2	19	2
attività, comprese le attività liquide	<1	1	>1	1	1	1	1	1	1	1	>1	<1	1	1	1	<1	2	1	1	1	15	1
investimenti e beni immobili	<1	>1		<1	2		1	1	1	1	>1	<1			<2		1	2	2	2	13	1
impegni finanziari regolari	1	>1		<1	4	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14	1
<i>obiettivi d'investimento</i>	2	3	3	4	11	3	9	2	2	6	2	3	2	1	2	2	3	5	3	3	20	4
periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento	<1	<1	1	1	5	3		<1	3	1	1	1	1	<1	1	>1	1	1	1	1	18	1
preferenze in materia di rischio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2		<1	<1	<1	<1	1	2	1	2	1	13	1
profilo di rischio		1	1		1	1				1		1				<1		1	1	1	10	1
finalità dell'investimento	<1	<2	3	5	1	5	1	<1	<1	2	1	1	<1	<1	<1	<1	1	1	1	1	18	1

Legenda: N° = numero di questionari che contengono almeno un domanda sul singolo *item*; Media = numero medio di domande per *item*.

Nota: I simboli "<" o ">" sono stati utilizzati laddove l'*item* cui si riferiscono viene rilevato all'interno di una domanda in batteria o relativa a più argomenti; in questi casi dunque l'*item* non è stato del tutto trascurato dal questionario, sebbene allo stesso non sia stata dedicata una domanda in via esclusiva.

Tav. 4 La rilevazione delle esperienze/conoscenze in materia di investimenti

	numero domande riferite a conoscenze/ esperienze	domande doppie o non univoche	domande vaghe, imprecise o tecniche	domande che richiedono autovalutazione	domande <i>leading</i>
Q1	5	X		X	
Q2	3			X	
Q3	5	X		X	
Q4	5			X	
Q5	8	X	X	X	X
Q6	6	X	X	X	X
Q7	29	X	X	X	X
Q8	6	X		X	
Q9	7			X	X
Q10	14	X	X	X	X
Q11	12	X	X	X	X
Q12	7			X	
Q13	4	X		X	
Q14	5		X	X	
Q15	11		X	X	
Q16	8		X	X	
Q17	5		X	X	
Q18	6			X	
Q19	13	X		X	
Q20	12			X	

Tav. 5 La rilevazione della tolleranza al rischio

	numero domande su tolleranza/attitudine rischio	domande doppie o non univoche	domande vaghe, imprecise o tecniche	domande che richiedono autovalutazione	domande leading	si prevede esplicitamente che il profilo risultante dal questionario sia discusso con il cliente
Q1	1		X	X	X	NO
Q2	1	X	X			NO
Q3	2		X			Sì
Q4	0					Sì
Q5	1	X	X	X		NO
Q6	2		X	X	X	Sì
Q7	1		X	X		NO
Q8	1		X			Sì
Q9	1		X	X		NO
Q10	3		X			NO
Q11	0					NO
Q12	1					NO
Q13	<1	X	X			NO
Q14	<1	X	X			Sì
Q15	<1	X	X		X	Sì
Q16	<1		X	X		NO
Q17	1		X			NO
Q18	3		X		X	NO
Q19	2	X			X	NO
Q20	1		X	X		NO

Nota: I simboli "<" o ">" sono stati utilizzati laddove l'item cui si riferiscono viene rilevato all'interno di una domanda in batteria o relativa a più argomenti; in questi casi dunque l'item non è stato del tutto trascurato dal questionario, sebbene allo stesso non sia stata dedicata una domanda in via esclusiva.

Recenti pubblicazioni

- 4** – luglio 2012
Discussion papers La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario
di N. Linciano, P. Soccorso
- 3** – luglio 2012
Discussion papers I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici
di S. Alvaro, P. Ciccaglioni
- 2** – dicembre 2011
Discussion papers L'*overpricing* dei *covered warrant*: evidenze per il mercato italiano
di E. Ciccone, L. Giordano, R. Grasso
- 70** – ottobre 2011
Quaderni di finanza Women on boards in Italy
di M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti
- 69** – luglio 2011
Quaderni di finanza L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei
di S.F. Fioravanti, M. Gentile
- 68** – maggio 2011
Quaderni di finanza La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori.
Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità
Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010
- 1** – febbraio 2011
Discussion papers I *credit default swap*.
Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario
di L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Grasso, G. Siciliano
- 67** – luglio 2010
Quaderni di finanza Le obbligazioni emesse da banche italiane.
Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori
di R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano
- 4** – aprile 2010
Position papers Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo

- 66** – gennaio 2010
Quaderni di finanza Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori *retail*. Le indicazioni di *policy* della finanza comportamentale di N. Linciano
- 65** – dicembre 2009
Quaderni di finanza Il rapporto tra le Sgr e gli "esperti indipendenti" nella fase di valutazione degli *asset* dei fondi immobiliari
- 3** – ottobre 2009
Position papers Gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti
Gruppo di lavoro Consob-Banca d'Italia
- 2** – ottobre 2009
Position papers Trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled*
- 64** – luglio 2009
Quaderni di finanza Le scelte di portafoglio degli investitori *retail* e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria di M. Gentile, G. Siciliano
- 1** – maggio 2009
Position papers *Short selling*
- 63** – aprile 2009
Quaderni di finanza Un approccio quantitativo *risk-based* per la trasparenza dei prodotti d'investimento *non-equity* a cura dell'Ufficio Analisi Quantitative – Consob
- 62** – settembre 2008
Quaderni di finanza La crisi dei mutui *subprime*. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza di N. Linciano
- 61** – gennaio 2008
Quaderni di finanza Il *marketing* dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo
- 60** – giugno 2007
Quaderni di finanza Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia
- 59** – ottobre 2006
Quaderni di finanza Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano