



Università  
Ca'Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Dalla MIFID1 alla MIFID2 attraverso  
la *behavioural finance*:  
*case studies* a confronto e  
osservazioni critiche**

**Relatore**

Ch. Prof. Marco Corazza

**Laureanda**

Ileana Cogo

Matricola 827858

**Anno Accademico**

2017 / 2018



*"Il solo vero viaggio, il solo bagno di giovinezza, non sarebbe quello di andare verso nuovi paesaggi, ma di avere occhi diversi, di vedere l'universo con gli occhi di un altro, di cento altri, di vedere i cento universi che ciascuno di essi vede, che ciascuno di essi è".*

Marcel Proust, *La prigioniera*



# Indice

<b>Introduzione</b> .....	<b>1</b>
<b>Capitolo 1. Il contesto normativo di riferimento</b> .....	<b>5</b>
1.1 Le motivazioni sottostanti lo sviluppo del filone normativo .....	5
1.2 L'impostazione normativa della MIFID e delle normative collegate .....	8
1.3 Il questionario come strumento di profilatura della clientela .....	14
1.3.1 I questionari di adeguatezza.....	16
<b>Capitolo 2. Il concetto di “tolleranza al rischio” e gli studi di finanza comportamentale</b> .....	<b>19</b>
2.1 La multidimensionalità della “tolleranza al rischio” .....	19
2.2 La variabile emotiva nelle scelte degli individui .....	23
2.3 L'incipit della finanza comportamentale: le evidenze della <i>Prospect Theory</i> .....	25
2.4 Errori nella percezione e nell'elaborazione del <i>set</i> informativo: le euristiche cognitive	32
2.4.1 La rappresentatività e l'applicazione all'ambito finanziario .....	33
2.4.2 La disponibilità e l'applicazione all'ambito finanziario .....	36
2.4.3 L'ancoraggio e l'applicazione all'ambito finanziario .....	38
2.4.4 Violazioni alla teoria dell'utilità attesa.....	42
2.4.5 <i>Framing e mental accounting: la rilevanza della rappresentazione delle scelte</i> .....	46
2.5 Emozioni e memoria nella valutazione delle informazioni .....	49
2.6 Come l'opinione sociale investe il processo di scelta.....	52
2.7 Utilizzare le evidenze comportamentali per conoscere l'investitore e la sua reale tolleranza al rischio .....	54
<b>Capitolo 3. Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza</b> .....	<b>59</b>
3.1 La fase iniziale di reperimento del campione di analisi: la riservatezza dei questionari .....	59
3.2 Dal 2013 al 2017: Analisi critica dei questionari <i>compliant</i> a MiFID1.....	61
3.2.1 CONSOB – 2012 – Una breve disamina.....	62
3.2.2 Linee Guida ESMA – 2012 – Una breve disamina .....	63

3.2.3 <i>L'analisi dei questionari</i> .....	66
3.2.4 <i>Analisi descrittiva degli item</i> .....	92
3.3 Il 2018: Come sta cambiando la fase di profilatura in ottica MiFID2 .....	110
3.3.1 <i>Analisi descrittiva degli item</i> .....	129
<b>Capitolo 4. Costatazioni e spunti</b> .....	<b>145</b>
4.1 Letteratura e strumenti a confronto: le attuali <i>issue</i> .....	145
4.2 Spunti e proposte di miglioramento.....	148
4.2.1 <i>Item "Esperienza e conoscenze" e rilevazione della conoscenza del rischio</i> .....	149
4.2.2 <i>Item "Situazione finanziaria" e rilevazione della capacità di rischio</i> .....	151
4.2.3 <i>Item "Obiettivi di investimento" e propensione e attitudine al rischio</i> .....	153
<b>Conclusioni</b> .....	<b>159</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>167</b>
<b>Ringraziamenti</b> .....	<b>175</b>

# Introduzione

La serie di cambiamenti economici e strutturali che si stanno riflettendo a livello mondiale – con forti ripercussioni anche nel contesto economico italiano – hanno portato con sé la necessità di revisionare in maniera sostanziale la valutazione del comportamento degli agenti economici.

Per mitigare le asimmetrie informative, le Autorità competenti in materia di investimento, siano esse europee ovvero nazionali, sono intervenute, focalizzando la loro attenzione sulla relazione Intermediario – Cliente.

A tale scopo si è intervenuti predisponendo un impianto normativo il cui *focus* primario è la tutela del contraente debole, mettendo in atto un sistema di obblighi normativi e comportamentali, cui gli istituti di credito hanno l'obbligo di attenersi a garanzia di un servizio erogato in trasparenza e nel miglior interesse per il Cliente.

La prestazione di un servizio finanziario allineato al *customer profile* consente l'instaurazione di un rapporto fiduciario tra l'Intermediario e il Cliente, alla base di *long-*

## *Introduzione*

*lasting relationship*, con ritorni positivi per l'istituto di credito, che risulta essere più riparato in relazione a potenziali *decline in confidence* dei Clienti, questi aggravati e intensificati nei periodi di recessione o di congiuntura economica negativa.

L'instaurazione di una relazione fiduciaria tra l'Intermediario ed il Cliente presuppone, necessariamente, la transizione da un *modus operandi* improntato alla "vendita" del prodotto finanziario, verso una modalità operativa incentrata maggiormente all'aspetto relazionale tra i due attori. Premessa indispensabile a questo scopo è l'osservanza degli obblighi di condotta che disciplinano l'attività degli Intermediari finanziari nella prestazione di servizi d'investimento, alla luce dei quali è dovere dello stesso Intermediario effettuare, preliminarmente alla prestazione del servizio d'investimento, un'analisi del profilo del Cliente / potenziale Cliente, ottenendo da questi ogni informazione rilevante che possa contribuire ad una completa, veritiera ed esaustiva comprensione del suo *status* economico e finanziario nonché delle esigenze, reali o potenziali, dello stesso.

Gli ultimi sviluppi in materia di prestazione di servizi d'investimento vedono ampliare il campo di attenzione delle Autorità competenti alla regolamentazione del mercato finanziario, che guardano all'individuo non più nella sola fattispecie di agente economico puramente razionale, ma anche in qualità di "individuo" caratterizzato da propri sentimenti, preferenze soggettive, comportamenti. In questo contesto l'investitore estende il suo "corpo", arricchendo le caratteristiche del classico "agente economico" con il complesso comportamentale ed emozionale legato alla sfera "umana".



## *Introduzione*

L'analisi che segue prende avvio dalla panoramica generale del contesto normativo disciplinante l'ambito dell'offerta dei servizi finanziari, con specifico *focus* in merito alla struttura regolamentare che attiene alle modalità di "conoscenza" del Cliente/potenziale Cliente, al fine di comprendere cosa il Regolatore intenda per "valutazione di adeguatezza" dello strumento finanziario rispetto alle caratteristiche del cliente, nell'ottica di garantire la cosiddetta "*best execution*".

La capacità del "questionario di adeguatezza", introdotto dalla normativa MIFID1, quale strumento per mezzo del quale gli Intermediari possono conoscere il profilo del proprio Cliente è stata oggetto di riflessioni e critiche, legate in particolare all'incapacità di questo strumento di definire in maniera veritiera il profilo di rischio del Cliente, in quanto la struttura di tale questionario si è fondata principalmente sul paradigma finanziario classico dell'*homo oeconomicus*, tralasciando l'aspetto emotivo dell'individuo che, viceversa, nel processo di scelta è indotto a commettere errori di ragionamento che portano ad una distorsione nelle risposte alle domande del questionario e, conseguentemente, ad una distorsione nella profilatura.

Nella logica di perfezionare l'attendibilità della rilevazione del *customer profile* attraverso i questionari di adeguatezza, i Regolatori (sia europei, sia nazionali), negli ultimi anni, hanno valutato conveniente considerare i contributi emersi dagli studi di finanza comportamentale, adeguando lo strumento di profilatura alle evidenze empiricamente riscontrate.

I contributi della cosiddetta *behavioural finance* permettono di riflettere sui meccanismi atti a rilevare le distorsioni e gli errori sistematici cui gli individui sono esposti nel

## *Introduzione*

condurre un processo di scelta in condizioni di incertezza: conoscere il comportamento degli individui, infatti, risulta utile per il processo di *debiasing* e aggiustamento della profilatura, nonché per proporre spunti di miglioramento al questionario stesso.

Lo sviluppo del presente elaborato propone l'analisi dei questionari di adeguatezza e delle evoluzioni di cui gli stessi sono stati oggetto – specie nel passaggio dalla MIFID1 alla MIFID2 – valutando i miglioramenti e i possibili spunti di miglioramento nell'attività di profilatura del Cliente e di comprensione dell'aspetto più “psicologico” e qualitativo della sua tolleranza al rischio.

# 1. Il contesto normativo di riferimento

*1.1 Le motivazioni sottostanti lo sviluppo del filone normativo - 1.2 L'impostazione normativa della MIFID e delle normative collegate - 1.3 Il questionario come strumento di profilatura della clientela*

## **1.1 Le motivazioni sottostanti lo sviluppo del filone normativo**

L'offerta di servizi d'investimento alla Clientela da parte degli Intermediari finanziari ha, nel tempo, subito profondi mutamenti ed innovazioni in relazione alle stesse modalità tramite le quali deve esplicitarsi l'offerta di servizi d'investimento. L'introduzione di prodotti finanziari innovativi e complessi, caratterizzati da gradi di rischio non facilmente identificabili e da un'ampia volatilità, nonché la crescente complessità della tecnologia connessa a tali strumenti (a riguardo si è soliti parlare di "ingegnerizzazione finanziaria"), hanno reso necessaria una tutela più accurata dell'Investitore, soprattutto in relazione alla clientela classificata *retail*, cui il presente studio è rivolto<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Il complesso di dati ed informazioni che la normativa dispone di raccogliere al fine di definire in maniera esaustiva ed efficace il *customer profile* risulta essere differente a seconda che l'offerta di servizi di

Al fine di minimizzare il divario informativo derivante delle asimmetrie tra Intermediario e Investitore / potenziale Investitore, sono intervenute le Autorità legislative guidando il processo allocativo sulla base dei principi di *correttezza e trasparenza*, a garanzia di tutela dell'Investitore stesso. Tale obiettivo-guida apporta benefici sia a livello microeconomico, sia a livello macroeconomico: infatti, in relazione al primo punto consente di allocare strumenti finanziari allineati alle attese dell'Investitore e finalizzati ad assecondare le esigenze di questo; in relazione al secondo punto consente una veicolazione delle scelte di investimento e delle modalità di protezione del risparmio che, in quanto scelte consapevoli, risultano essere caratterizzate da un maggior grado di stabilità, con riflessi positivi sull'andamento del mercato finanziario<sup>2</sup>, meno soggetto a discontinuità.

Il filone normativo che verrà brevemente ripercorso nel prosieguo, al fine di delineare il contesto di sviluppo del tema di protezione dell'investitore, ha avuto come punto di partenza la constatazione che *"...in occasione di scelte complesse quali quelle in condizioni di incertezza, e in particolare di investimento, le scelte degli individui contravvengono sistematicamente alle ipotesi di base della teoria economica classica che vorrebbe gli investitori perfettamente razionali"*<sup>3</sup>.

---

investimento sia rivolta a clientela *retail*, ovvero ad investitori professionali, questi ultimi caratterizzati da esigenze di tutela inferiori dovute alla presunzione fondata che gli stessi, in ragione dell'attività svolta, possiedano un bagaglio di conoscenze appropriato alle scelte allocative cui si approcciano.

<sup>2</sup> A riguardo, Conti V., *Rischio, regole, responsabilità: il sentiero stretto che ci consegna la crisi*, Bancaria, 2012.

<sup>3</sup> Soccorso P., *La centralità dell'informazione nella relazione intermediario-cliente*, 2012.

Una struttura legislativa basata sulla sola assunzione di perfetta razionalità<sup>4</sup> degli agenti non è sembrata una modalità operativa efficace nell'assicurare la piena tutela degli investitori, dal momento che questi ultimi, in quanto esseri umani, sono dotati di sentimenti, preferenze, timori, ossia di una *componente psicologica* non trascurabile che influisce in tutte le loro scelte comprese quelle in ambito di investimenti finanziari. È da questa constatazione, emersa perlopiù nell'ultimo decennio, che si è sviluppata la tendenza del legislatore nell'intervenire in maniera significativa, andando ad "aggiustare" l'impianto normativo di riferimento relativo alla tutela del contraente debole, con l'intento di creare strumenti di profilatura del Cliente che potessero riflettere le evidenze empiriche dell'agire umano e potessero portare, quindi, ad un processo non distorsivo di conoscenza del Cliente/potenziale Cliente.

L'*incipit* degli interventi legislativi volti a regolamentare ed armonizzare il mercato comunitario dell'offerta di prodotti e servizi di investimento improntando l'offerta sulla base del principio del cosiddetto "*know your customer*" risale alla Direttiva europea ISD (93/22/EEC - *Investment Services Directive*), ove sono state enunciate le linee guida di condotta<sup>5</sup> applicabili al settore, innalzando il livello di vigilanza prudenziale, anche per il tramite di gradi di tutela del contraente debole maggiormente strutturati.

---

<sup>4</sup> Trattasi di un assioma della teoria economica classica, su cui si fonda il concetto di *homo oeconomicus*, secondo cui l'operatore dispone di tutte le informazioni necessarie per l'effettuazione della scelta e riesce ad elaborarle arrivando alla scelta ottima.

<sup>5</sup> La direttiva sui servizi di investimento non detta regole specifiche di comportamento cui gli Intermediari devono attenersi nello svolgimento della propria operatività, si limita bensì a definire delle linee di principio, lasciando agli Stati Membri il compito di attuarle sulla base delle caratteristiche e delle specificità del Paese di

Tale disciplina è stata poi rafforzata da un sistema regolamentare più consistente, ossia dalla Direttiva 2004/39/CE – *Market in Financial Instruments Directive (MiFID)* che – con le successive integrazioni e sviluppi in ambito comunitario e nazionale – rappresenta l'apparato legislativo che definisce le regole di funzionamento dei mercati finanziari per i paesi appartenenti all'Unione Europea, ispirato al concetto di massima armonizzazione. Tale dettato normativo ha avuto come punto di partenza, nonché come obiettivo finale, la realizzazione di un insieme di norme in grado di considerare anche l'aspetto psicologico applicato alle decisioni finanziarie.

## **1.2 L'impostazione normativa della MiFID e delle normative collegate**

La direttiva 2004/39/CE ha rappresentato la prima tappa del processo di realizzazione di un mercato finanziario armonizzato a livello comunitario, grazie al quale gli investitori hanno iniziato a godere della stessa tutela in tutti i paesi appartenenti all'Unione Europea.

La Direttiva 2004/39/CE è stata approvata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio Europeo il 21/04/2004 ed è stata oggetto, a livello comunitario, di successive evoluzioni volte a definire le cosiddette misure di esecuzione della stessa, intervenute per il tramite

---

riferimento. In particolare, l'articolo 11 della direttiva definisce la *Natura delle norme di comportamento*, il cui *focal point* risulta essere l'impegno dell'Intermediario finanziario ad agire in modo equo e leale, avendo riguardo dell'interesse e del mercato, attraverso (a) il recupero delle informazioni inerenti la situazione finanziaria del Cliente, l'esperienza in materia di investimenti e gli obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti; (b) l'adeguata trasmissione di informazioni utili nell'ambito dei negoziati con il Cliente stesso.

(a) della Direttiva di secondo livello 2006/73/CE<sup>6</sup> e (b) del regolamento di attuazione 1287/2006/UE<sup>7</sup> ed è entrata in vigore a tutti gli effetti in data 1 novembre 2007.

A seguito della crisi economico-finanziaria globale del 2008 è emersa la necessità di revisione dell'impianto regolamentare, allineando lo stesso alla crescente complessità del contesto di riferimento, rendendolo coerente con le specificità dell'ambiente<sup>8</sup>: il 20 ottobre 2011 la Commissione Europea ha quindi avanzato la proposta di revisione/aggiornamento della MIFID, nonché di emanazione di un ulteriore regolamento – che non sarà oggetto di approfondimento in questa sede –, il MiFIR. Nel maggio 2014 il Consiglio dell'Unione Europea ha approvato il testo definitivo della direttiva 2014/65/UE di revisione della MIFID – cosiddetta MIFID2 - la cui versione finale è stata pubblicata nel mese di giugno dello stesso anno. La *deadline* per il completo recepimento della MIFID2, inizialmente programmata per il 3 gennaio 2017, è stata successivamente posticipata al 3 gennaio 2018.

Per circoscrivere l'ambito di applicabilità delle disposizioni normative, è necessario definire l'ambito soggettivo e oggettivo di applicabilità delle stesse. In relazione all'ambito soggettivo le direttive si rivolgono ad imprese d'investimento, mercati regolamentati ed enti creditizi autorizzati il cui *core business* sia l'attività di offerta – a

---

<sup>6</sup> La Direttiva 2006/73/CE detta le misure di esecuzione in relazione agli obblighi di condotta degli intermediari nei confronti dei propri clienti (a titolo esemplificativo e non esaustivo, si fa riferimento alle modalità di perseguimento della *best execution* e alle modalità di test per la valutazione di adeguatezza/appropriatezza).

<sup>7</sup> Il Regolamento (CE) n. 1287/2006 detta le misure di esecuzione in relazione al tema della trasparenza delle informazioni in fase pre e post *trading*.

<sup>8</sup> Cfr. Consultation Paper "Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)", Commissione Europea, 8 dicembre 2010.

livello professionale – di servizi d’investimento. In relazione all’ambito oggettivo di applicabilità, invece, le Direttive dettagliano in maniera precisa quali siano i servizi / le attività rientranti nell’alveo di applicabilità della normativa<sup>9</sup>: (i) servizi e attività di investimento; (ii) collocamento di prodotti finanziari con finalità di investimento; (iii) prodotti composti con finalità – esclusiva o preponderante – di investimento.

Uno dei *focus* principali cui il Legislatore dedica attenzione – e per quanto di competenza rispetto alla presente analisi – è costituito dalle norme comportamentali cui l’Intermediario deve attenersi nell’offerta di servizi d’investimento<sup>10</sup>: esso ha il dovere di “*agire in modo onesto, equo e professionale, nel migliore interesse del Cliente [...]*”, al cui fine il Regolatore ha imposto precisi requisiti organizzativi, requisiti di trasparenza e ulteriori norme di comportamento. Tra queste ultime è stato imposto all’Intermediario il dovere di raccogliere una serie di informazioni dal Cliente / potenziale Cliente in merito alle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, affinché l’offerta risulti allineata alle caratteristiche del soggetto cui l’offerta stessa è rivolta.

---

<sup>9</sup> L’elenco esaustivo delle attività la cui offerta deve sottostare alla disciplina normativa oggetto del presente studio è riportato: (a) nella Direttiva 2004/39/CE, Allegato I, Sezione A – Servizi e attività di investimento, Sezione B – Servizi accessori e Sezione C – Strumenti finanziari; (b) nella Direttiva 2014/65/UE, Allegato I, Sezione A – Servizi e attività di investimento, Sezione B – Servizi accessori e Sezione C – Strumenti finanziari.

<sup>10</sup> Direttiva 2014/65/CE, artt. 24 ss., *Sezione 2 – Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori*. Il principio secondo il quale l’Intermediario è tenuto ad agire nel miglior interesse del Cliente era disposto anche nella Direttiva 2004/39/CE, art. 19.



Ad approfondire le modalità di indagine circa il triplice ambito di analisi del Cliente / potenziale Cliente, sono intervenute, a seguito dell'emanazione della MIFID, alcune direttive di II livello, quali ad esempio la Direttiva 2006/73/CE, volte a definire le modalità applicative di recepimento dei macro-requisiti imposti dalla normativa di I livello. In relazione alle MIFID2, la normativa di II livello emanata consta nel Regolamento Delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016, che integra la direttiva di I livello per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva. In particolare, la *Sezione 3 Valutazione dell'idoneità e adeguatezza* delinea i criteri sui quali deve basarsi l'offerta di servizi finanziari d'investimento, i quali: (i) devono essere in linea con gli obiettivi di investimento del Cliente; (ii) i rischi connessi all'investimento devono essere sopportabili – dal punto di vista finanziario – da parte del Cliente; (iii) le modalità di funzionamento dello strumento finanziario nonché i rischi allo stesso connessi devono essere chiaramente compresi da parte del Cliente che, pertanto, deve possedere un'esperienza ed una conoscenza adeguate. A tale riguardo, come si è avuto modo di apprendere precedentemente, il Legislatore comunitario pone un distinguo circa il grado di "salvaguardia" del Cliente, a seconda che lo stesso si qualifichi come:

- Cliente al dettaglio (o *retail*): protetto da regole di comportamento, quali *test* di adeguatezza e appropriatezza, *best execution*, obblighi in materia di gestione degli ordini dei Clienti, doveri di informazione nei confronti dei Clienti;

- Cliente professionale, che beneficia di *standard* di protezione comunque elevati (attenuati principalmente per quanto riguarda i flussi informativi dall'impresa e alcune presunzioni circa l'esperienza finanziaria nei *test* di adeguatezza e appropriatezza);
- Controparte qualificata, a cui non si applica la maggior parte delle regole di comportamento (solo nella prestazione dei servizi di ricezione trasmissione ed esecuzione di ordini e di negoziazione per conto proprio).

Un Cliente classificato come controparte qualificata o Cliente professionale ha comunque il diritto di richiedere all'impresa il trattamento più protetto da Cliente al dettaglio.

La presente analisi si concentra sulla clientela *retail*, ossia sulla tipologia di clientela in relazione alla quale la disciplina dispone il maggior grado di tutela.

La Direttiva europea di II livello declina le informazioni che l'Intermediario, nell'attività di prestazione di servizi d'investimento, deve acquisire dal Cliente / potenziale Cliente, in particolare (Regolamento Delegato UE 2017/565, art. 54):

- a. Situazione finanziaria: *“informazioni riguardanti la situazione finanziaria di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare, le attività, comprese le attività liquide, gli investimenti e beni immobili e gli impegni finanziari regolari”*;
- b. Obiettivi d'investimento: *“informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le preferenze in materia di rischio, il profilo di rischio e le finalità dell'investimento”*;

- c. Esperienza e conoscenza: in questo caso la direttiva non declina le informazioni che l'intermediario dovrebbe ottenere dal Cliente / potenziale Cliente, limitandosi a definire che il Cliente / potenziale Cliente deve possedere *“le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione [...]”*.

Ad approfondire i requisiti disciplinati a livello comunitario è intervenuta, a livello nazionale, la CONSOB, attraverso il cosiddetto *“Regolamento Intermediari”*, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con le delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 19094 dell'8 gennaio 2015 e n. 19548 del 17 marzo 2016.

Tale regolamento, nel recepire le indicazioni normative disciplinate a livello comunitario, definisce in maniera più specifica alcuni punti, che il Legislatore comunitario ha trattato *high level*. In particolare, nel dettagliare le informazioni che l'Intermediario deve ottenere dal potenziale investitore in merito alla valutazione dell'esperienza e della conoscenza include informazioni in merito a (ESMA, 2012/387) *“i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza”, “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”, “il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione”*.

Tutto quanto più sopra richiamato è volto a garantire l'ottemperamento, da parte dell'Intermediario, del cosiddetto dovere di "*best execution*"<sup>11</sup>, inteso come il dovere dell'intermediario di agire nel miglior interesse per il Cliente: presupposto imprescindibile del quale è una conoscenza puntuale delle necessità e delle aspettative del Cliente / potenziale Cliente, la minimizzazione delle asimmetrie informative e la neutralizzazione delle criticità derivanti da una cultura finanziaria inadeguata.

### **1.3 Il questionario come strumento utilizzato per la profilatura della clientela**

La notevole complessità riscontrata negli ultimi anni nelle attività svolte dagli Intermediari finanziari – della quale si è parlato all'inizio del capitolo – e le modifiche legislative ripercorse nel precedente paragrafo hanno condotto alla ricerca e, quindi, all'individuazione di strumenti ritenuti idonei ad una definizione – il più possibile oggettiva e completa - del cosiddetto *Customer Profile*, ossia del profilo finanziario e di rischio di ciascun Cliente.

Lo strumento considerato più adatto ad una corretta profilatura del Cliente si è ritenuto essere un *questionario*, da sottoporre ai potenziali Investitori preliminarmente alle scelte

---

<sup>11</sup> Il dovere di "*best execution*" risale alla MiFID1, ove, però, si caratterizzava per un *gap* consistente: pur esistendo a livello teorico, non era prevista alcuna modalità di monitoraggio e/o di rilevazione dell'effettivo ottemperamento a tale disposizione. Con l'introduzione di MiFID2 il Legislatore si è adoperato per colmare tale mancanza, attraverso una serie di *reporting* periodici e monitoraggi circa l'andamento degli investimenti e l'aderenza degli stessi alle aspettative dell'investitore.

*Il contesto normativo di riferimento*

di investimento, da cui poter ricavare le informazioni che la normativa dispone imprescindibili per l'offerta di servizi d'investimento alla clientela.

Ciascun Intermediario ha quindi elaborato un *set* di domande *ad hoc* per ricavare tutte le caratteristiche essenziali alla conoscenza del Cliente, da cui, attraverso opportuni algoritmi di calcolo, si potesse derivare una determinata tolleranza al rischio, anche in ottica dinamica<sup>12</sup>.

Sono stati definiti due tipi di questionari, distinti in base ai contenuti ed alle finalità di applicazione: il questionario di *adeguatezza* ed il questionario di *appropriatezza*.

Il questionario di *adeguatezza* viene utilizzato nei casi in cui l'Intermediario eroghi servizi legati alla gestione di portafoglio ovvero a consulenze riguardanti scelte d'investimento; viceversa, il questionario di *appropriatezza* viene somministrato nelle ipotesi in cui non venga prestata un'attività di consulenza, ossia in attività che prescindono dalla prestazione di raccomandazioni personalizzate<sup>13</sup>.

Requisiti imposti dalla normativa		1. Execution Only	2. Raccomandazione personalizzata (consulenza)	3. Gestione di portafoglio
Adeguatezza	Obiettivi d'investimento		✓	✓
	Situazione finanziaria		✓	✓
	Appropriatezza	Conoscenza ed esperienza	✓	✓

**Tabella 1 - Requisiti richiesti dalla normativa in relazione alle diverse modalità di servizio erogato**

<sup>12</sup> Per "ottica dinamica" s'intende "facendo riferimento anche a situazioni passate e/o ad ipotetici scenari futuri".

<sup>13</sup> Si fa riferimento alle operazioni definite "execution only" – ossia il servizio di sola esecuzione degli ordini, in relazione a cui l'Istituto deve unicamente testare il grado di conoscenza ed esperienza dell'investitore (tipologie di strumenti finanziari in relazione ai quali il Cliente ha esperienza; natura, volume e frequenza delle transazioni; livello di istruzione; professione).

Il presente lavoro di analisi è incentrato sui questionari di adeguatezza, rappresentando, questi, complessità e punti di attenzione maggiormente rilevanti.

### **1.3.1 I questionari di adeguatezza**

Come disposto dalla normativa, ogni questionario deve essere suddiviso in tre sezioni, tra loro chiaramente distinguibili, atte a testare: conoscenza ed esperienza; situazione finanziaria; obiettivi d'investimento.

<b>Informazioni essenziali per testare l'adeguatezza</b>	
<b>Conoscenza ed esperienza</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• tipologia di servizi, investimenti e transazioni familiari per il Cliente;</li><li>• natura, volume e frequenza delle transazioni con gli strumenti finanziari di cui al punto precedente;</li><li>• livello di istruzione e professione.</li></ul>
<b>Situazione finanziaria</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• fonte e consistenza del reddito regolare;</li><li>• fonte e consistenza delle attività (comprese attività liquide), degli investimenti e beni immobili;</li><li>• fonte e consistenza degli impegni finanziari regolari;</li><li>• capacità di sopportare le perdite.</li></ul>
<b>Obiettivi d'investimento</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• orizzonte temporale d'investimento;</li><li>• preferenze verso il rischio, profilo di rischio, tolleranza al rischio;</li><li>• finalità dell'investimento.</li></ul>

**Tabella 2 - Informazioni richieste dalla normativa al fine di testare l'adeguatezza**

Studi economici e di finanza comportamentale hanno confutato a posteriori l'attendibilità dell'esito dei questionari di adeguatezza, ritenendo che il *set* di variabili sopra riportate richiederebbe di essere rinforzato da ulteriori quesiti volti a definire il profilo finanziario dell'individuo in chiave "emotiva".

Preliminarmente all'emanazione della MIFID2, l'analisi della struttura dei questionari di adeguatezza è stata oggetto di approfondimento da parte della stessa CONSOB, la quale, attraverso uno studio del 2012, ha fatto emergere la circostanza che il Legislatore, nel

definire le modalità di strutturazione e contenutistiche del questionario, non prendesse in considerazione il fatto che l'approccio al rischio finanziario espresso dagli investitori sia legato – al tempo stesso – non solamente da un lato oggettivo e misurabile (che rimanda alla teoria finanziaria classica), ma anche da un lato di “razionalità limitata” ed “inconscio” (che trova una spiegazione nelle teorie di finanza comportamentale).

I punti di attenzione e miglioramento emersi nel corso degli anni sono stati recepiti dalla MIFID2. Il tema di *investor protection* sviluppato nella MIFID2 è stato oggetto di analisi nel Consultation Paper dell'ESMA ESMA/2014/549, ove viene disposto che: (a) le imprese d'investimento hanno l'obbligo di spiegare al Cliente, preliminarmente alla somministrazione del questionario, le motivazioni per le quali si procede a testare l'adeguatezza dell'investimento e, di conseguenza, le motivazioni sottese alla profilatura del Cliente, il cui intento è quello di agire nel miglior interesse del Cliente stesso; (b) a garanzia di quanto sopra, le imprese finanziarie dovrebbero dotarsi di processi adeguati a testare il grado di rischio che il Cliente è in grado di sopportare, attraverso domande chiare e comprensibili dallo stesso, impostate in maniera tale da catturare la sua attenzione, nonché indurre riflessioni riguardo la propria *view* e i propri bisogni; (c) trattandosi di questionari di autovalutazione, e per ciò stesso soggetti a distorsioni autovalutative, il questionario deve poter testare la consistenza / veridicità delle risposte del Cliente, individuando, per esempio, eventuali contraddizioni nelle informazioni fornite dal Cliente.





## 2. Il concetto di “tolleranza al rischio” e gli studi di finanza comportamentale

*2.1 La multidimensionalità della “tolleranza al rischio” – 2.2 La variabile emotiva nelle scelte degli individui – 2.3 L’incipit della finanza comportamentale: le evidenze della Prospect Theory – 2.4 Errori nella percezione e nell’elaborazione del set informativo: le euristiche cognitive – 2.5 Emozioni e memoria nella valutazione delle informazioni – 2.6 Come l’opinione sociale investe il processo di scelta – 2.7 Utilizzare le evidenze comportamentali per conoscere l’investitore e la sua reale tolleranza al rischio*

### **2.1 La multidimensionalità della “tolleranza al rischio”**

Il Regolatore, attraverso le normative richiamate ed approfondite poco sopra in relazione agli aspetti che qui rilevano, indica, tra le informazioni essenziali al fine di consentire una coerente profilatura del Cliente, la quantificazione del profilo di rischio del Cliente stesso, nonché il suo atteggiamento verso il rischio.

Come si è avuto modo di apprendere, i contesti di intervento che sono stati concretizzati in ambito comunitario, al fine di ottemperare a quanto disposto dalla normativa, hanno previsto, quale strumento considerato adatto ai fini della valutazione del *customer profile*, il Questionario di Adeguatezza, consistente in una serie di quesiti da porre al potenziale Cliente. Tale strumento si fonda su un meccanismo di auto-valutazione, ove gli ambiti su

cui l'auto-valutazione insiste sono quelli menzionati dalla normativa, ossia (a) esperienza e conoscenza in materia di investimenti; (b) situazione finanziaria e (c) obiettivi di investimento.

Dalla sua entrata in vigore, il Questionario, predisposto da ciascun singolo Intermediario, è stato oggetto di analisi critiche, in quanto si è ritenuto che vi fossero margini di miglioramento piuttosto ampi<sup>14</sup>, che potrebbero consentire una miglior definizione del *Customer Profile* in termini di veridicità dello stesso. Infatti, principalmente ante-MIFID2, il questionario è stato impostato prendendo come riferimento principalmente le nozioni relative alla cosiddetta teoria finanziaria “classica”, la quale delinea possibili profili e comportamenti attesi di un investitore sotto determinate ipotesi di mercato, ove (i) il concetto di “rischio”, e più precisamente i concetti di propensione / avversione al rischio, viene considerato una variabile interpretabile in modo oggettivo sulla base di precise leggi e di funzioni matematico/statistiche e (ii) l'assunto di perfetta razionalità degli agenti economici rappresenta il fondamento della corrente teorica stessa.

---

<sup>14</sup> A tale conclusione sono giunte anche l'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF) e la *Financial Services Authority* (FSA), che propongono, rispettivamente, una misurazione quantitativa della tolleranza al rischio e alcune linee guida in relazione alla tipologia di informazioni da raccogliere e alle procedure di valutazione dell'adeguatezza. Per quanto attiene al contesto italiano, si ritiene doveroso citare il *Discussion Paper* della CONSOB “*La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*” (Linciano N., Soccorso P., 2012), che si è focalizzato sull'analisi critica di un sample di 20 questionari di adeguatezza, indagandoli dal punto di vista della loro impostazione logica e lessicale, addivenendo alla conclusione che gli stessi, seppur per lo più aderenti alle disposizioni normative, risultano non essere strutturati in maniera conforme alle evidenze rinvenibili dalla letteratura economica comportamentale, con effetti distorsivi per la profilatura del Cliente.

L'ipotesi di perfetta razionalità degli agenti economici unita all'assunto di efficienza dei mercati – secondo cui i prezzi dei beni scambiati riflettono tutte le informazioni essenziali agli agenti per porre in essere una scelta di preferenza - ha portato all'elaborazione di un impianto normativo che, data la centralità dell'informazione, ha posto essa stessa quale *focus* per la tutela del contraente, tralasciando la corrente “comportamentale” dell'individuo che, viceversa, è coinvolto da aspetti emotivi che contraddicono la teoria dell'“*homo oeconomicus*”<sup>15</sup>.

Sono molteplici, infatti, le analisi empiriche<sup>16</sup> che hanno messo in evidenza come il fatto di analizzare le possibili scelte dei soggetti economici da un punto di vista puramente quantitativo e razionale porti a conclusioni riduttive e parziali<sup>17</sup>. Per poter ricavare un quadro completo ed attendibile del profilo e delle azioni previste per un investitore, è essenziale integrare le informazioni ottenute dall'applicazione degli studi di finanza classica con altre informazioni di natura più “psicologica”, derivanti dall'applicazione di studi riguardanti una branca nota come “finanza comportamentale”.

---

<sup>15</sup> Trattasi di un agente economico, il cui interesse è legato alla massimizzazione della ricchezza. Esso agisce in modo completamente razionale e dispone di tutte le informazioni necessarie per l'effettuazione della miglior scelta disponibile, secondo quanto disposto dalla Teoria dell'utilità.

<sup>16</sup> A riguardo si ritiene utile menzionare gli studi, risalenti alla prima metà degli anni Settanta, di A. Tversky e D. Kahneman, i quali, provando il legame esistente tra l'economia – che comprende anche le scelte finanziarie – e la psicologia cognitiva, danno *incipit* alla cosiddetta *economia comportamentale*, che consente di valutare gli errori valutativi cui gli agenti economici sono esposti e, conseguentemente, di predisporre opportuni interventi di *remediation*.

<sup>17</sup> Linciano N., Soccorso P. (2012), cit. p. 20

La finanza comportamentale, nell’analisi delle scelte dei soggetti in ambito finanziario, prevede l’affiancamento di informazioni di natura “deduttiva” ad informazioni di natura “induttiva”: studi specifici hanno attestato che l’inserimento, nei questionari di profilatura della clientela, di variabili di tipo “comportamentale” sia indispensabile per comprendere in maniera più aderente alla realtà le reazioni di un individuo al rischio.

Il concetto di “tolleranza al rischio” – richiamato dalla normativa disciplinante l’ambito in analisi – infatti, si caratterizza per essere un concetto multidimensionale, che prevede una commistione di diversi significati in essa compresi: da un lato, infatti, comprende il concetto di propensione e avversione al rischio, come definito dalle teoria finanziaria classica; dall’altro lato comprende il concetto della cosiddetta “Attitudine al rischio”, che risulta essere una commistione di fattori culturali, individuali e di contesto<sup>18</sup>.

La misurazione della tolleranza al rischio degli investitori, richiesta dal Regolatore, non può, quindi, basarsi unicamente sui postulati della teoria finanziaria classica, giacchè l’investitore empiricamente considerato non risponde alle caratteristiche di *homo oeconomicus* e il mercato in cui lo stesso effettua le sue scelte – che sono il riflesso della sua tolleranza al rischio – non risponde ai canoni di efficienza.

Obiettivo del presente capitolo è quello di fornire le conoscenze e le evidenze emerse a seguito degli studi di finanza comportamentale. È opportuno precisare che gli studi riguardanti le teorie di finanza comportamentale sono di origine piuttosto recente e,

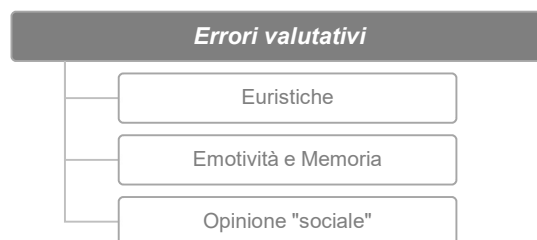
---

<sup>18</sup> A riguardo, Iezzi S., (2008), “Attitudine al rischio degli investitori e comportamento rischioso: un approccio Bayesiano con informazione imperfetta”, Banca d’Italia, Working Paper 692.

pertanto, si tratta di una branca ancora non particolarmente definita, ma tutt'ora oggetto di approfondimento e sviluppo.

## **2.2 La variabile emotiva nelle scelte degli individui**

Lo scostamento delle teorie classiche dal mondo reale – accentuato anche dall'esistenza di una situazione di crisi nei mercati finanziari, in corso da diversi anni – ha condotto ad una ristrutturazione delle ipotesi basilari per una valutazione coerente del *Customer profile* e della tolleranza al rischio nonché delle scelte finanziarie. È facile immaginare, infatti, che gli individui che si apprestano ad effettuare tali scelte non dispongano, al momento della decisione, del *set* informativo, delle conoscenze di calcolo matematico e del tempo necessario ad individuare ciò che la finanza classica definisce "scelta ottima" ma, viceversa, siano portati a commettere errori valutativi (riportati in *Figura 1*) dovuti alla natura reale dell'uomo, che possono essere classificati, in estrema sintesi, in: (a) semplificazioni – di seguito "euristiche"; (b) emotività e vincoli alla memoria; (c) opinione "sociale".



**Figura 1 - Filtri che influenzano le scelte valutative**

Da tale classificazione appare evidente che la consapevolezza circa gli errori che sono soliti influenzare il comportamento umano di fronte alle scelte in condizioni di incertezza potrebbe essere utilizzata a vantaggio dell'Intermediario per mettere a punto un'efficace attività di profilatura del Cliente: a questo proposito si parla di (a) *debiasing*<sup>19</sup> per indicare le modalità utilizzate per correggere gli errori cognitivi (*bias* cognitivi), tramite la loro individuazione e spiegazione; (b) *nudging*<sup>20</sup> per indicare le modalità di utilizzo degli atteggiamenti distorsivi del potenziale Cliente a vantaggio dell'attività di profilatura.

Questa la giustificazione dell'interesse che sta assumendo, negli ultimi anni, la sezione della finanza nota come “finanza comportamentale” o “*behavioural finance*”, la quale studia gli atteggiamenti degli investitori e la loro “sopportazione” del rischio in un'ottica

---

<sup>19</sup> A riguardo De Meza D., Irlenbush B., Reyniers D. (2008), *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, Consumer research, 69, The Financial Services Authority, London, UK. Il lavoro menziona, tra le principali modalità tramite cui effettuare interventi di correzione: (i) *consider the opposite*, ovvero considerare, nel momento in cui ci si appresta ad effettuare una scelta, quali potrebbero essere i risvolti negativi della stessa; (ii) *learning by doing*, ovvero sperimentare, attraverso meccanismi di simulazione, gli effetti che le scelte influenzate da errori cognitivi possono comportare; (iii) *accountability*, ovvero spiegare a terzi le motivazioni alla base della scelta di investimento che si sta andando a concretizzare; (iv) *group decision*, ovvero scegliere in gruppo, per aumentare il grado di conoscenza e consapevolezza complessivo tramite i diversi contributi individuali; (v) *cooling off the period*, ovvero la possibilità di prendere in considerazione un periodo di recesso, ossia di un periodo in cui il Cliente può sciogliere unilateralmente il vincolo contrattuale con l'Intermediario/venditore, al fine di correggere le scelte effettuate in stati emotivi particolari (eccessivo ottimismo / pessimismo).

<sup>20</sup> A riguardo Thaler R. H., Sunstein C. R. (2008), *Nudge: Improving Decision about Health, Wealth and Happiness*, Yale University Press, New Haven, CT. Lo studio propone il concetto di “paternalismo libertario”, secondo cui l'individuo – che agisce in modo non razionale – deve essere lasciato libero di effettuare le proprie scelte, le quali possono essere indirizzate attraverso l'offerta di *set* informativi adeguati, tramite modalità idonee di formulazione e presentazione delle alternative di scelta disponibili, tramite *focus* sulle caratteristiche maggiormente significative ovvero tramite metodologie che consentano di focalizzare l'interesse dell'investitore su determinati valori.

maggiormente psicologica ed emotiva, permettendo in questo modo di aggiungere e di mettere in primo piano, nelle analisi, variabili riguardanti la sfera “emotiva” degli stessi per addivenire ad un *set* conoscitivo più completo e veritiero nella comprensione dei comportamenti degli individui posti di fronte a scelte in condizioni di incertezza.

In base alle teorie “comportamentali”, infatti, la finanza classica – definita anche “razionalista”, dall’assunto di *razionalità* sul quale poggia – è riuscita a creare degli assunti teorici fondamentali per comprendere i mercati finanziari, ma “[...] *perde di vista la realtà e non riesce a descrivere ciò che effettivamente accade nei mercati*”<sup>21</sup>.

### **2.3 L’incipit della finanza comportamentale: le evidenze della *Prospect Theory***

È alla fine degli anni Settanta che, resosi evidente il massimo grado di scollamento tra l’approccio teorico razionalista e l’agire empirico, viene elaborata dagli psicologi Daniel Kahneman e Amos Tversky la principale teoria del filone comportamentale: la cosiddetta *Teoria dei Prospetti (Prospect Theory)*. Gli studiosi pongono al centro delle loro analisi l’*irrazionalità* delle persone nelle scelte in condizioni di incertezza e, procedendo in senso sperimentale, descrivono l’iter decisionario dell’individuo che si appresta ad effettuare tali scelte, giustificando gli scostamenti che la realtà empirica dimostra rispetto agli assunti della teoria finanziaria classica.

---

<sup>21</sup> Alemanni B. (2015), *Finanza comportamentale. Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro*. È necessario precisare che la *behavioural finance* non deve essere considerata alternativa e contraria alla teoria finanziaria classica, bensì come integrativa alla stessa: se la prima, più descrittiva, mira ad analizzare i più comuni comportamenti degli individui, la seconda, più teorica, si concentra sulle modalità di individuazione della scelta ottima in ottica matematico-statistica.

Nonostante, come più sopra richiamato, tale teoria risalga alla fine degli anni Settanta, è soprattutto negli ultimi quindici anni che si sono susseguiti contributi concreti al fine di rendere applicabile la Teoria all’ambito delle scelte di investimento<sup>22</sup>.

La *Prospect Theory* è la risultante degli studi effettuati dai due psicologi sopra menzionati, a seguito di un’analisi descrittiva dell’agire degli individui, specie in condizioni di rischio: gli stessi osservano, infatti, un ribaltamento degli assiomi di razionalità, che per anni hanno guidato le considerazioni dell’agire umano nei contesti economici, osservando, con metodo empirico, come gli individui siano guidati da percezioni e intuizioni, a dimostrazione dell’imprescindibilità di considerazione del carattere “emotivo” dell’agire umano.

Muovendo le mosse dalla teoria finanziaria classica, ancorata ad una visione puramente razionale, la teoria del prospetto si pone nella vista di integrare quanto affermato dalla prima, a vantaggio di una coerente rappresentazione dell’“agire” reale: questo il *why* per il quale la teoria del prospetto introduce, nello spiegare le scelte degli individuo, elementi di non-razionalità che vengono empiricamente messi in atto dagli individui per semplificare le proprie scelte, non rispettando – dunque – i canoni di misurazione dell’utilità attesa.

Ciò che viene introdotto nella *Prospect Theory* è la variabile psicologica e il concetto di *short-term*<sup>23</sup>. Essa fa emergere la rilevanza del breve periodo nelle scelte decisionali, le

---

<sup>22</sup> I contributi maggiormente rilevanti sono: Olsen (1997), Shapira e Venezia (2000), Bernartzi e Tahler (2001).

<sup>23</sup> Cfr. Kahneman D. e Tversky A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. “Indeed, the adoption of a broad perspective and a long-term view is an aspect of the meaning of rationality in everyday language. The final states interpretation of the utility of outcomes is therefore a good fit



quali sono guidate da aspetti emozionali, comportamentali ed intuitivi, in aggiunta a variabili quali la quantità di ricchezza a disposizione dell'individuo.

In particolare, per quanto attiene alla ricchezza a disposizione dell'individuo, gli studiosi dimostrano come l'atteggiamento dell'individuo nei confronti di una potenziale perdita o di un potenziale guadagno sulla base del grado di ricchezza posseduta dal soggetto nel momento in cui si appresta ad effettuare la scelta: esso – diversamente da quanto affermato dalla teoria dell'utilità attesa – rappresenta uno *start point* individuale e non assoluto, comportando preferenze differenti in relazione a possibilità di scelta identiche.

Altro aspetto rilevante messo in luce dalla *Prospect Theory* è il fatto che ciò che rileva non è esclusivamente la variabile della ricchezza finale di lungo periodo (ove, peraltro, i guadagni e le perdite sono equi-pesate), bensì l'atteggiamento dell'individuo verso il guadagno e verso la perdita, caratterizzati da gradi di “rilevanza individuale” differenti. A questo riguardo, gli studiosi hanno dimostrato come la “perdita potenziale” abbia, sulla scelta dell'individuo, una rilevanza sul processo decisionario nettamente superiore rispetto al “guadagno potenziale”.

Sulla scorta di quanto sopra, la funzione che consente di descrivere il comportamento dell'individuo cambierà a seconda dell'individuo stesso e delle sue attitudini e preferenze, nonché dai livelli di ricchezza da posseduti (e dal loro mutare).

---

*for a rational-agent model. These considerations support the normative and prescriptive status of the Bernoullian definition of outcomes. On the other hand, an exclusive concern with the long term may be prescriptively sterile, because the long term is not where life is lived. Utility cannot be divorced from emotion, and emotions are triggered by changes. A theory of choice that completely ignores feelings such as the pain of losses and the regret of mistakes is not only descriptively unrealistic, it also leads to prescriptions that do not maximize the utility of outcomes as they are actually experienced.”*

Kahnemann e Tversky mostrano come l'individuo, nell'approcciare scelte di investimento in condizioni di incertezza, non agisce – conforme a quanto valevole per il cosiddetto *homo oeconomicus* – guardando all'ammontare di ricchezza finale (ossia rispondendo al criterio di massimizzazione della stessa), ma piuttosto le scelte sono basate sulla probabilità del verificarsi di perdite potenziali: l'individuo, infatti, tende a rifiutare investimenti con valore netto positivo, qualora da tale investimento possa derivare una perdita di denaro.

Date queste premesse discende il fatto che l'individuo, posto di fronte ad una scelta, è sistematicamente influenzato dalle modalità con cui le opzioni si scelta vengono ad esso stesso presentate.

A questo riguardo si propongono di seguito un paio di esempi eseguiti su un campione di 100 individui, maschi e femmine, che hanno empiricamente sostenuto quanto dimostrato dai fondatori della *Prospect Theory*, ossia come la teoria dell'utilità attesa non produca risultati coerenti con il reale comportamento degli individui.

\*\*\*

### **Esempio 1**

*Campione*

100 individui

*Opzioni di scelta*

(a) Guadagno sicuro di 500 €

(b) Probabilità del 50% di vincere 1.000 € e probabilità del 50% di vincere 0 €

*Risultato*

L'87% degli intervistati risulta preferire l'alternativa (a).

Tale risultato è in contraddizione con la teoria dell'utilità attesa: infatti il valore atteso delle 2 alternative è identico e pari a 500 €.

**Esempio 2**

*Campione*

100 individui

*Opzioni di scelta*

(c) Perdere 1.000 € con probabilità del 50% e perdere 0 € con probabilità del 50%

(d) Perdere sicuramente una somma di 500 €

*Risultato*

Il 79% degli intervistati risulta preferire l'alternativa (c).

Anche questo risultato è in contraddizione con la teoria dell'utilità attesa: infatti il valore atteso delle 2 alternative è identico e pari a 500 €.

\*\*\*

I casi empirici sopra esposti – ed effettuati sulla scorta degli esempi proposti da Kahneman e Tversky – provano anche la differenza di cambiamento nell'atteggiamento degli individui, a seconda che i possibili esiti vengano presentati in termini di guadagno

o perdita. Infatti, mentre nel caso dell’aspettativa di guadagno l’individuo presenta un atteggiamento avverso al rischio, preferendo l’alternativa certa a quella rischiosa, nel secondo caso, dove il tema viene presentato in termini di potenziale perdita, gli individui assumono un atteggiamento di propensione al rischio.

Stanti le precedenti considerazioni, gli studiosi formulano una funzione di utilità differente rispetto a quella derivante dalle ipotesi della teoria finanziaria classica: essa, oltre ad integrare la differente attitudine degli individui con riguardo alle potenziali perdite ovvero ai potenziali guadagni, risulta essere influenzata dal livello di ricchezza individuale posseduta inizialmente dall’individuo e dalle variazioni della stessa.

Date le premesse, la funzione di utilità integrata con le evidenze comportamentali consente di registrare:

- (i) il diverso peso assunto dalle potenziali perdite rispetto al potenziale guadagno;
- (ii) la comparazione di perdite e guadagni potenziali rispetto ad un *benchmark* di riferimento (*reference-dependent*);
- (iii) la rilevanza assunta dai mutamenti di ricchezza nel breve periodo;
- (iv) il condizionamento apportato dalle attese individuali, ossia nel caso di aspettativa di guadagno l’investitore si dimostra avverso al rischio, nel caso di aspettativa di perdita esso si dimostra propenso al rischio.

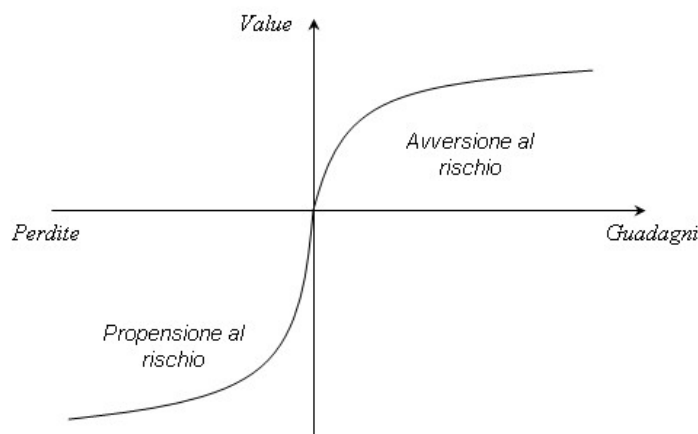
La caratteristica distintiva della funzione del valore implementata a seguito degli studi a carattere psicologico è il fatto che la stessa risente di un benchmark di riferimento, configurandosi, quindi, per essere *reference-dependent*. La misurazione dell’effetto

apportato da mutamenti nel grado di ricchezza, infatti, presuppone di considerare il livello di ricchezza iniziale posseduto dall'individuo.

A questo scopo è stato mostrato come la differenza tra un guadagno di 100 e un guadagno di 200 incida maggiormente rispetto alla differenza tra un guadagno di 1100 e un guadagno di 1200. Conclusioni analoghe vengono registrate nel caso delle potenziali perdite.

Inoltre la differenza in termini di importanza associata ad un potenziale guadagno, rispetto ad una potenziale perdita di ammontare equivalente (a riguardo si faccia riferimento al paragrafo precedente), comporta che la funzione del valore si presenterà concava nella regione del guadagno, convessa nella regione delle perdite.

Ecco come si presenta la funzione del valore della teoria del prospetto:



**Figura 2 - Funzione di utilità della Prospect Theory**

Dalla rappresentazione della curva di utilità “comportamentale”, possiamo osservare che:

- lievi modifiche a partire dallo *status quo* (ossia dallo 0), producono sensibili variazioni sul valore percepito;

- una variazione identica in valore assoluto in perdite e guadagni produce esiti diversi in termini di valore percepito: in particolare la negatività del valore percepita in caso di perdita è maggiore – in valore assoluto – rispetto all’incremento di valore che si registrerebbe in ipotesi di guadagno.

## **2.4 Errori nella percezione e nell’elaborazione del set informativo: le euristiche cognitive**

Gli errori cognitivi, o *bias* cognitivi, falsano e modificano le scelte degli individui: l’approfondimento empirico-sperimentale di tali distorsioni prende *incipit* dagli studi di Kahneman e Tversky, di cui al paragrafo precedente.

Per *bias* si è soliti indicare una serie di “pregiudizi” cui la mente dell’individuo è predisposta ad incorrere. Essi traggono origine dalla modalità con la quale gli individui sono soliti elaborare le informazioni in loro possesso, facendo affidamento su un numero di vincoli limitato, le euristiche.

Le euristiche cognitive sono delle scorciatoie di pensiero adottate dalla mente per addivenire ad una scelta in tempi rapidi: la mente umana, infatti, non ha le caratteristiche che permettono l’elaborazione di grandi moli di dati e, data questa premessa, risulta più conveniente – se non obbligato – ragionare velocemente per approssimazione.

Di seguito si riportano le principali euristiche che sono solite agire in ambito finanziario, per le quali si propone una breve spiegazione, nonché le possibili modalità di *debiasing* delle stesse.

### **2.4.1 La rappresentatività e l'applicazione all'ambito finanziario**

L'euristica di *rappresentatività* può essere spiegata in termini di propensione dell'individuo ad utilizzare stereotipi, cioè “luoghi comuni”, nel momento in cui si appresta ad effettuare una scelta. Questo atteggiamento porta ad attribuire una sorta di etichetta - dettata da oggetti e/o contesti simili - alle caratteristiche, al rendimento ed al rischio di un investimento finanziario, tralasciando molteplici fattori che potrebbero incidere sull'andamento dell'investimento stesso. In sintesi la rappresentatività è utilizzata dall'individuo nell'ipotesi in cui lo stesso debba effettuare scelte in condizioni di incertezza in assenza di una base informativa completa ed appropriata e, perciò, è indotto ad effettuare la scelta utilizzando circostanze pregresse simili. A titolo esemplificativo e non esaustivo, un individuo potrebbe essere indotto a preferire uno strumento finanziario che ha sovra-performato nel mercato per un determinato lasso di tempo passato, ignorando la situazione finanziaria dell'emittente dello stesso al momento in cui si appresta ad effettuare la scelta di investimento. Tale euristica può essere corretta aumentando il *set* informativo fornito al potenziale investitore che, adeguatamente istruito, può condurre il processo di identificazione della propria “scelta ottima” su una base maggiormente razionale, evitando semplificazioni e stereotipi.

La letteratura individua tre tipologie di errori cui l'individuo può essere portato ad incorrere qualora semplifichi il proprio processo di scelta in base all'euristica della rappresentatività, ossia (i) l'insensibilità ai tassi base, (ii) l'errore dell'unione (*conjunction fallacy*) e (iii) l'insensibilità alla dimensione del campione.

La cosiddetta *insensibilità ai tassi di base* consiste nella tendenza del soggetto – che si appresta ad effettuare scelte d’investimento in condizioni di incertezza – a definire lo strumento finanziario oggetto dell’investimento e il possibile andamento dello stesso come un concetto di facile comprensione, che prescinde dalle reali caratteristiche economiche delle società emittenti o dall’andamento – attuale e prospettico – del mercato o del settore cui lo strumento finanziario è connesso e che potrebbero avere influenza sul rischio e sul rendimento dello strumento. A titolo esemplificativo e non esaustivo, l’insensibilità ai tassi base può tradursi nella scelta degli strumenti finanziari emessi da una società percepita come di “grandi dimensioni”, ovvero nella scelta di strumenti finanziari già acquistati da conoscenti – spesso non adeguatamente competenti in merito alle dinamiche dei mercati – ed in relazione ai quali gli stessi hanno percepito dei guadagni.

La cosiddetta *“conjunction fallacy”* consiste nella tendenza a preferire le alternative corredate da una maggiore consistenza di dettagli, attribuendo all’alternativa meglio “articolata” più fiducia, dettata dal fatto che un maggior numero di dettagli contribuisce a definire in maniera più completa il contesto nella mente di colui che si appresta ad



effettuare una scelta<sup>24</sup>: questo contraddice la "regola della congiunzione"<sup>25</sup> della teoria probabilistica, secondo la quale, maggiore è il numero dei criteri e/o dettagli che si aggiungono ad un'alternativa, generalmente minore è la probabilità che la stessa trovi accadimento. Tale evidenza ha applicazioni anche in ambito finanziario: nelle scelte di investimento è necessario che le alternative possibili vengano proposte all'investitore con lo stesso grado di dettaglio, al fine di evitare l'incorso della semplificazione euristica in oggetto.

Infine, la cosiddetta *insensibilità della dimensione del campione* consiste nella tendenza a percepire l'esito di un evento casuale come una situazione collegata ad eventi precedenti da un punto di vista temporale. Applicato al contesto finanziario, un esempio di questo tipo di errore è un investimento effettuato per rimediare a perdite, ritenendo

---

<sup>24</sup> Al riguardo si è soliti citare il cosiddetto "*Problema di Linda*", proposto da Kahneman e Tversky: "Linda ha 31 anni. È nubile, è una persona schietta e molto brillante. Ha una laurea in filosofia. Da studentessa era impegnata a battersi contro la discriminazione razziale e per la giustizia sociale e partecipava anche a manifestazioni antinucleari. Mettete in ordine le seguenti asserzioni in base alla loro probabilità, usando 1 per indicare più probabile e 8 meno probabile: (a) Linda è un'insegnante di scuola elementare; (b) Linda lavora in una libreria e frequenta corsi di Yoga; (c) Linda è attivista di un movimento femminista; (d) Linda è un'assistente sociale, (e) Linda è membro dell'Organizzazione Elettorale Femminile; (f) Linda è una cassiera di banca; (g) Linda è un agente assicurativo; (h) Linda è una cassiera di banca e attivista di un movimento femminista". Circa l'80% degli intervistati - stilando la classifica di probabilità - giudicava maggiormente probabile l'alternativa (h) rispetto all'alternativa (f), contraddicendo, quindi, la regola della congiunzione. È logicamente intuitivo, infatti, che la probabilità che Linda lavori in una banca, partecipando a movimenti di qualsiasi genere, o anche a nessun movimento, è maggiormente probabile rispetto alla probabilità che la stessa lavori in una banca e sia attivista in un movimento femminista.

<sup>25</sup> La "regola della congiunzione" afferma che la probabilità della congiunzione di due eventi A e B -  $P(A \cap B)$  - può essere minore o uguale alla probabilità degli eventi presi singolarmente -  $P(A)$  e  $P(B)$  - poiché l'estensione della congiunzione è inclusa nell'estensione dei suoi costituenti.

impropriamente che dopo un certo numero di perdite subite il risultato atteso sia necessariamente positivo. Da un punto di vista tecnico, questo caso è spiegato come un'applicazione imprecisa della “legge dei grandi numeri”<sup>26</sup>, assumendo che tale legge possa essere utilizzata anche nei casi in cui il campione fosse poco numeroso<sup>27</sup>.

Ciò che emerge dunque dall'analisi della rappresentatività è il fatto che un potenziale investitore che si trovi nelle circostanze di dover effettuare una decisione in ambito finanziario spesso prende in considerazione una quantità limitata e spesso fuorviante di informazioni e di fattori: in questo senso, per cercare di superare tale “miopia” di natura finanziaria, è importante arricchire il *set* a disposizione dell'investitore di informazioni rilevanti, indirizzando i criteri di scelta nella direzione di informazioni corrette e non di informazioni “rappresentative”, ossia aiutandolo a distinguere tra quelle significative e quelle non significative ai fini dell'operazione finanziaria.

#### **2.4.2 La disponibilità e l'applicazione all'ambito finanziario**

L'euristica di *disponibilità* può essere spiegata in termini di propensione dell'individuo ad attribuire la probabilità del verificarsi di un evento sulla base della ripetitività – nello storico – di accadimento di tale specifico evento. In altre parole, un individuo tende a considerare: (a) più probabili eventi che, in base alla propria esperienza e memoria, sono

---

<sup>26</sup> La “legge dei grandi numeri” afferma che al crescere del numero di prove effettuate il valore della media calcolata si avvicina sempre di più al valore della vera media incognita della popolazione.

<sup>27</sup> Gli studiosi Kahneman e Tversky hanno definito tale casistica con l'espressione “legge dei piccoli numeri”.

accaduti relativamente spesso, rispetto ad eventi che, sempre sulla base della propria esperienza e memoria, sono accaduti più raramente; *(b)* più rappresentativi gli eventi che si riferiscono a situazioni più recenti – ben definite nella memoria - rispetto a situazione meno recenti – quindi più “sfocate” nella memoria.

Secondo queste evidenze, dunque, i soggetti tendono a sviluppare il processo di scelta su informazioni e variabili parziali e tendenzialmente non significative, con la conseguenza di addivenire a scelte errate o rischiose. Infatti, non è garantito che un evento positivo/negativo accaduto più volte e/o più vivo nella memoria rappresenti una soluzione più sicura/rischiosa rispetto ad eventi accaduti più raramente e/o corrispondenti a ricordi meno nitidi.

Nell’ambito delle scelte finanziarie in condizioni di incertezza, le distorsioni di scelta derivanti dall’euristica della disponibilità si verificano con frequenza: tendenzialmente, infatti, gli investitori tendono a indirizzare le scelte andando nella direzione di strumenti emessi da soggetti conosciuti, orientandosi verosimilmente nella direzione di emittenti cui i *media* hanno storicamente dedicato maggior attenzione, e/o verso strumenti finanziari che in un passato recente hanno rilevato buone *performance*. In altre parole, le modalità con le quali le informazioni arrivano all’investitore – per esempio il canale di informazione - assumono rilevanza fondamentale nel processo di scelta: le informazioni vengono percepite più o meno incidenti per il processo decisionale in relazione alle modalità con cui le stesse vengono presentate all’individuo, ossia questi è indotto a considerare rilevanti le informazioni che vengono presentate in modo forte e deciso da

parte del mercato o della società, al contrario può essere indotto a considerare non rilevanti e/o poco utili altre informazioni perché non sufficientemente risaltate<sup>28</sup>.

Come processo di *debiasing* per l'euristica in oggetto, l'investitore – spesso sovraccarico di informazioni tra le quali assegnare un ordine di rilevanza - deve essere guidato a “filtrare” le informazioni rilevanti ed importanti ai fini di procedere ad un miglior investimento possibile.

### ***2.4.3 L'ancoraggio e l'applicazione all'ambito finanziario***

L'euristica di *ancoraggio* può essere spiegata in termini di propensione dell'individuo ad indirizzare le proprie scelte sulla base di punti di riferimento – abbiano essi attinenza o meno con la scelta da effettuare -, quali ancora alle decisioni riguardanti eventi incerti. In altre parole, il processo di stima del risultato di una scelta di investimento prende inizio da un valore arbitrario, dal quale l'individuo difficilmente si scosta.

L'esempio che segue, effettuato da Kahneman e Tversky, aiuterà a chiarire quanto appena affermato. Gli studiosi hanno chiesto a due gruppi di persone – che chiameremo A e B – quale fosse la percentuale di Paesi africani membri delle Nazioni Unite. Prima di porre la

---

<sup>28</sup> Cfr. Gadarowsky C., *Financial Press Coverage and Expected Stock Returns*, ESMA, 2002, London Meetings. Cfr. B. Baber e T. Odean, *All that glitters: the effect of attention and news on buying behavior of individual and institution investors*, *Review of Financial Studies*, 2008, vol. 21, issue 2, pagine 784 e seguenti. Gli studiosi hanno analizzato i portafogli titoli di 65.000 famiglie americane ed hanno osservato che gli strumenti presenti all'interno dei portafogli erano principalmente gli stessi che avevano precedentemente avuto particolare attenzione da parte dei mezzi di comunicazione di massa.

domanda hanno mostrato ai due gruppi una ruota della fortuna con numeri da 1 a 100. Dopo averla fatta girare, l'ago si è fermato sul numero 65 per il gruppo A e sul numero 10 per il gruppo B. Quindi è stato chiesto al gruppo A e al gruppo B se la percentuale dei Paesi africani appartenente alle Nazioni Unite fosse rispettivamente maggiore o minore a 65% e a 10%. Infine è stato chiesto ai membri dei due gruppi di scrivere la percentuale corretta di Paesi africani appartenenti alle Nazioni Unite. La stima media è stata: 45% per il gruppo A (il cui ago sulla ruota della fortuna si era precedentemente fermato sul numero 65); 25% per il gruppo B (il cui ago sulla ruota della fortuna si era precedentemente fermato sul numero 10). Nonostante fosse chiaro che il numero estratto dalla ruota fosse casuale, le risposte degli individui hanno mostrato come lo stesso sia stato preso, seppur inconsciamente, come punto di riferimento.

Altro esempio rappresentativo dell'euristica dell'ancoraggio è il seguente: si suppone che, dopo aver visto un film al cinema, agli spettatori venga posta una domanda sulla durata temporale del film al quale hanno assistito. Precisamente, vengono posti i due quesiti: *"Quanto era lungo il film?"* e *"Quanto era breve il film?"*, dando luogo rispettivamente alle due risposte seguenti: *"130 minuti"* e *"100 minuti"*. Come si può notare, la differenza tra le due domande poste risiede solamente nell'avverbio, che in un caso è *"lungo"*, mentre nell'altro caso è *"breve"*: il fatto che i quesiti differissero per il solo avverbio ha condotto le persone a fornire due risposte diverse. In questo esempio il "valore di riferimento" è proprio l'avverbio, il quale porta a percepire la domanda in modi differenti, tralasciando eventuali altri fattori.

Sulla base degli esempi sopra riportati, lo studioso Shiller<sup>29</sup> ha individuato due tipologie di “ancoraggi”:

1. *ancoraggi quantitativi*, costituiti da fattori numerici, ovvero cifre di riferimento prese in considerazione in un primo momento, e successivamente corrette in rialzo o in ribasso, ma mantenendo sempre come base il valore iniziale;
2. *ancoraggi qualitativi/morali*, costituiti dai fattori emotivi e da vocaboli che influenzano la percezione e la scelta degli individui.

In contesti finanziari e di scelte di investimento l’ancoraggio è ricorrente e si manifesta attraverso il cosiddetto “conservatorismo”: lo storico dei prezzi di uno strumento finanziario tendono ad influenzare l’investitore, che è portato ad effettuare previsioni sull’andamento futuro del rispettivo strumento finanziario senza supporre un possibile scostamento significativo dal valore iniziale. Una situazione tipica collegata all’errore di ancoraggio è la cosiddetta “*under-reaction*”, ragionamento in base al quale al recepimento di nuove informazioni utili sul mercato si reagisce in modo limitato, cioè restando ancorati al punto di riferimento assunto inizialmente.

Al fine di indurre l’investitore alla considerazione di “ancore” coerenti, attuando il più possibile gli errori distorsivi legati all’ancoraggio, questi dovrebbe essere portato a considerare e ad ancorarsi ai propri obiettivi d’investimento, anche tenuto conto della

---

<sup>29</sup> Shiller R.J. (2005), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

loro possibile variabilità nel tempo e delle possibili implicazioni dovute a particolari condizioni di contesto (come ad esempio fasi di mercato estreme).

Il contesto costituisce un'importante ancora agli obiettivi d'investimento e, quindi, alla propensione dell'individuo all'assunzione del rischio. In particolare il contesto influisce sulla tolleranza al rischio dell'investitore<sup>30</sup>: guardando a parametri psicologici e comportamentali, essa risulta essere tendenzialmente più stabile nel tempo rispetto alla capacità di rischio – intesa quale rischio oggettivo che l'Investitore è in grado di sopportare in ragione della propria situazione economico-finanziaria –, ma risulta anche influenzata dal contesto di mercato di riferimento, con la conseguenza che la tolleranza al rischio tende ad abbassarsi in conseguenza di momenti di mercato recessivi<sup>31</sup>. A questo proposito si riportano gli esiti del *FinaMetrica's psychometric risk tolerance test*<sup>32</sup>, effettuato su un campione di popolazione composto da Australiani, Americani e Inglesi nella forbice temporale 1999 – 2011.

---

<sup>30</sup> La propensione dell'investitore all'assunzione del rischio può essere specificata secondo una duplice sfaccettatura: (a) la *risk capacity* che, basata su fattori quantitativi, misura la capacità finanziaria dell'individuo di sopportare le perdite; (b) la *risk tolerance* che si fonda su fattori comportamentali e misura la capacità psicologica dell'individuo di sopportare le perdite.

<sup>31</sup> Van de Venter, G., Michayluk, D., & Davey, G. (2012). *A longitudinal study of financial risk tolerance*. *Journal of Economic Psychology*, 33 (4), 794–800.

<sup>32</sup> La *survey* è stata avviata nel 1998 e proposta in 23 Paesi, per un totale di più di 800.000 *customer profile*. Ciò che l'analisi ha dimostrato sono le differenze di genere nella percezione della *risk tolerance*, nonché la differente percezione dell'individuo della propria tolleranza al rischio rispetto a quella risultante dalle risposte al questionario elaborato da FinaMetrica.



**Figura 3 – Rappresentazione andamentale della *Risk Tolerance* (periodo 2009-2011)**

#### **2.4.4 Violazioni alla teoria dell'utilità attesa**

Come precedentemente descritto (*cfr. par. 3.2*), le ricerche empiriche di Kahneman e Tversky dimostrano la parzialità della teoria classica nel delineare il comportamento degli individui in occasione delle scelte finanziarie in condizioni di incertezza.

In particolare, emergono tre euristiche che semplificano il processo di scelta degli individui e che possono portare ad una distorsione rispetto alla scelta ottima, trattasi: (a) dell'*effetto certezza*; (b) dell'*effetto riflesso*; (c) dell'*effetto isolamento*.

*L'effetto certezza, ossia la maggior attrattività di “esiti sicuri”*

Per effetto certezza si è soliti intendere la propensione degli investitori a preferire eventi certi – rispetto ad eventi il cui esito è probabilistico – in misura superiore rispetto a



quanto teorizzato dai modelli classici. Tale atteggiamento può "offuscare" la stima della reale probabilità di realizzazione di un evento.

Un'applicazione di tale euristica nel settore finanziario può essere individuata nell'ambito delle scelte di *asset allocation*: i soggetti che decidono di investire tendono generalmente a preferire prodotti finanziari che presentano un rendimento sicuro e con un livello di rischio relativamente basso.

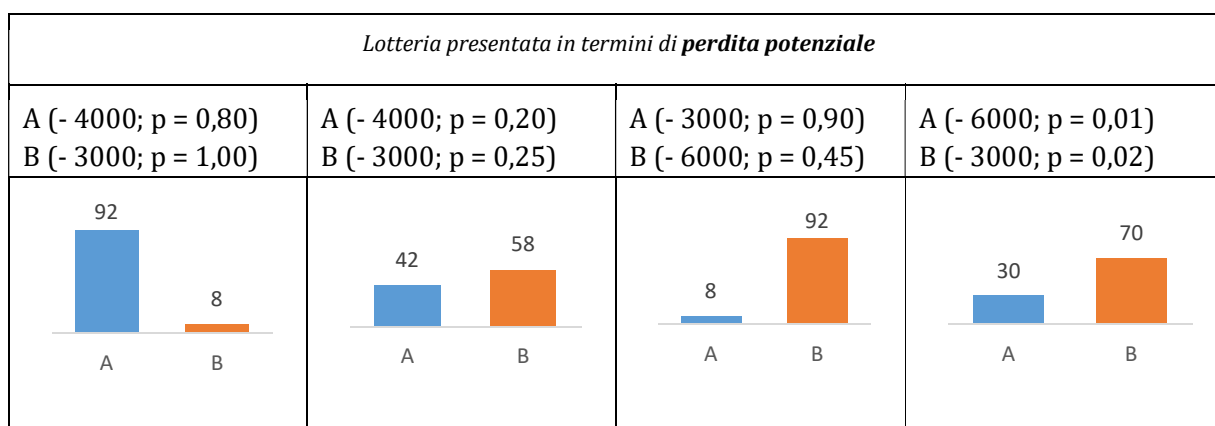
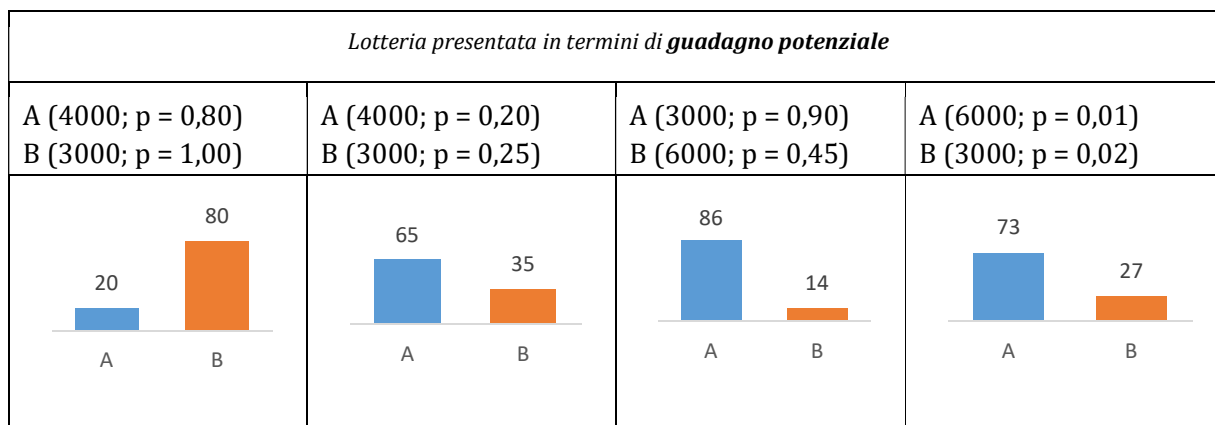
Come si è avuto modo di osservare nei precedenti paragrafi – ci si riferisce agli esempi riproposti e riperformati (ossia riproposti sulla base degli esperimenti empirici effettuati negli studi di Kahneman e Tversky) sulla base di quanto analizzato dagli studiosi della *Prospect Theory* –, l'individuo tende a preferire l'alternativa caratterizzata da un minor grado di aleatorietà anche qualora l'alternativa stessa sia caratterizzata da un'utilità attesa inferiore.

L'effetto certezza è causa di distorsioni anche nella percezione della probabilità: in ipotesi di eventi la cui probabilità di accadimento è piuttosto ridotta, l'investitore li classifica come maggiormente probabili. Un esempio aiuterà a chiarire quanto appena affermato: chiedendo ad un gruppo di intervistati quale alternativa sceglierebbero tra A (6.000,  $p = 0,01$ ; 0,  $p=0,99$ ) e B (3.000,  $p = 0,02$ ; 0,  $p=0,98$ ), il 73% degli intervistati ha preferito l'alternativa A, orientandosi, quindi, verso la lotteria caratterizzata da un maggior potenziale di vincita. Tale esempio dimostra come l'individuo è indotto ad assumere un rischio elevato qualora le probabilità di accadimento delle alternative di scelta siano molto basse.

L'effetto riflesso, ossia la diversa sensibilità a perdite e guadagni

L'effetto riflesso indica la differente reazione dell'individuo rispetto a potenziali guadagni o a potenziali perdite.

Riproponendo un set di problemi ed invertendo il segno del *payoff*, l'esito che se ne deduce è diametralmente opposto. Ad evidenza di quanto affermato, si riporta ciò che è stato rilevato dagli studi della *Prospect Theory*<sup>33</sup>.



<sup>33</sup> Cfr. Kahneman D., Tversky A. (1979) cit. p. 26

Le evidenze empiriche riportate sono, ancora una volta, in contrasto con quanto affermato dalla teoria finanziaria classica, secondo cui guadagni e perdite sono equivalenti e percepiti con la medesima intensità.

*L'effetto isolamento, ossia la rilevanza dei caratteri distintivi*

L'effetto isolamento può essere spiegato come la propensione dell'individuo a non considerare caratteristiche comuni a più strumenti finanziari, ma solamente i fattori "differenziali", quali criteri per l'effettuazione della scelta. L'effetto comporta differenti criteri di classificazione delle preferenze individuali in ragione delle modalità con cui le alternative di scelta vengono presentate.

L'esempio che segue aiuterà a chiarire quanto appena affermato.

Chiedendo ad un gruppo di intervistati quale alternativa sceglierebbero tra:

*Problema 1:* Allocata una disponibilità iniziale pari a 2.000, scegliere tra A (2.000;  $p = 0,50$ ) e B (1.000;  $p = 1$ ).

*Problema 2:* Allocata una disponibilità iniziale pari a 4.000, scegliere tra C (-2.000;  $p = 0,50$ ) e D (-1.000;  $p = 1$ ).

Sia nel primo che nel secondo problema, l'investitore potrebbe (i) guadagnare 3.000 scegliendo B o D, ovvero (ii) guadagnare 2.000 con  $p = 0,50$  o 4.000 con  $p = 0,50$ ; pertanto, dal punto di vista della ricchezza finale, i problemi proposti sono congruenti. Tuttavia

l'85% degli intervistati ha optato per l'alternativa B nel *Problema 1* e il 70% degli intervistati ha optato per l'alternativa C nel *Problema 2*.

Tale esempio indica che gli agenti economici effettuino le loro scelte anche in base alla modalità con la quale vengono esposti i possibili esiti: negli esempi sopracitati non viene posto particolare risalto alla quantità finale accumulata, bensì ai cambiamenti nella quantità di ricchezza.

#### ***2.4.5 Framing e mental accounting: la rilevanza della rappresentazione delle scelte***

Molto spesso, analizzando le scelte degli investitori in un'ottica comportamentale, gli esperti in materia hanno notato il cosiddetto “effetto inquadramento” ossia il cosiddetto “*framing*”, che influenza il processo di scelta degli individui. Tale effetto distorsivo attiene: (a) alle modalità con cui le alternative vengono presentate all'individuo; (b) alle modalità con cui l'individuo stesso “organizza” le informazioni, indipendentemente da come le stesse vengano rappresentate.

Con riguardo al primo punto, il *framing effect* viene spesso sfruttato in occasione delle campagne pubblicitarie, ove si cerca di rappresentare il costo di un bene/servizio il più possibile parcellizzato nel tempo, sfruttando l'effetto di “maggior economicità” dello stesso che tale rappresentazione induce negli individui che si apprestano ad acquistare tale bene/servizio. Applicato al contesto finanziario, ad esempio, gli individui tendono a preferire investimenti in strumenti obbligazionari piuttosto che azionari perché, nel breve periodo, sono meno soggetti a registrare perdite, nonostante nel lungo periodo

l'investimento azionario sia maggiormente redditizio rispetto all'investimento obbligazionario. Tale effetto distorsivo ha conseguenze anche sulle strategie di *asset allocation* di portafoglio: non risulta adeguatamente perseguita, infatti, una strategia di diversificazione efficiente. Oltre che dall'aspetto “contenutistico” della rappresentazione delle alternative di scelta, l'effetto *framing* agisce anche in funzione della modalità di raffigurazione “estetica”, ossia di *layout*, con cui le alternative di scelta vengono presentate: ad esempio la chiarezza grafica con cui le informazioni vengono rese e il ricorso a grafici perfeziona la capacità di comprensione dell'individuo e ne può correggere ed ottimizzare il processo di scelta<sup>34</sup>.

Con riguardo al secondo punto, ossia i *frame* con cui l'individuo organizza le informazioni, si fa riferimento a ciò che in finanza comportamentale è noto come *mental accounting* (o contabilità mentale). La contabilità mentale fa riferimento alla modalità con cui l'individuo è solito ordinare il denaro sulla base dell'utilizzo cui lo stesso è destinato e della sua origine<sup>35</sup>. L'esempio che segue aiuterà a chiarire quanto affermato. Ad un gruppo di individui viene chiesto di rispondere affermativamente o negativamente alle seguenti casistiche: (a) *Decidendo di andare a vedere uno spettacolo teatrale, acquistate anticipatamente il biglietto, al costo di 50€. Giunti a teatro il giorno dello spettacolo, vi accorgete di aver perso il biglietto. Ne comperate un altro al costo di 50€?;* (b) *Decidete di andare a vedere uno spettacolo teatrale e giunti a teatro il giorno dello spettacolo, al momento del pagamento del biglietto, vi rendete conto di aver perso dal portafoglio 50€, ne*

---

<sup>34</sup> A riguardo Kanizsa G., *Vedere e pensare*, Ricerche di psicologia, 4:7-42, 1985

<sup>35</sup> A riguardo Thaler R.H., *Mental accounting and consumer choice*, Marketing science, vol. 4, n. 3, 1985, pp. 199-214.

*avete comunque altri 50€ nel portafoglio. Comperate ugualmente il biglietto?* La maggioranza degli individui ha risposto negativamente ad (A) e positivamente a (B): nella prima ipotesi, l'individuo percepisce il costo finale del biglietto pari a 100€ (perché i 50€ del biglietto smarrito erano già stati allocati al biglietto), nella seconda ipotesi, invece, il costo del biglietto viene percepito pari a 50€, in quanto i 50€ persi non erano ancora stati allocati. Tale effetto produce quindi effetti "irrazionali" nelle modalità di gestione della ricchezza.

Oltre a quanto appena affermato, l'individuo è indotto ad utilizzare in maniera più o meno accorta il denaro in funzione della provenienza dello stesso. A tale riguardo è stato ipotizzato in letteratura un ordine gerarchico di utilizzo della ricchezza. In particolare, secondo quanto emerso da specifici studi, i principali conti cui gli individui attribuiscono differenti *budget* e differenti livelli di propensione o avversione alla spesa sono: (a) *conti - consumo*, che comprendono le spese effettuate; (b) *conti - reddito*, che comprendono le entrate e che è a sua volta suddiviso in ragione della provenienza dell'entrata (classificata in ricorrente, non ricorrente ma predeterminabile, non ricorrente e non predeterminabile) e (c) *conti - patrimonio*, che comprendono le attività correnti monetarie / di cassa (es. depositi bancari), gli investimenti (ad esempio bond) ed investimenti immobiliari (cui sono associate propensioni al consumo via via inferiori). Nei contesti di scelte di investimento, potrebbe essere sfruttata la *mental accounting* cercando di trasferire maggior ricchezza nel *conto-patrimonio-investimenti*, caratterizzato da un *holding period* più allungato e da una minor propensione alla spesa, in modo da consentire un'efficiente diversificazione di portafoglio attraverso

l'investimento in titoli che, sebbene rischiosi, nel lungo periodo hanno probabilità piuttosto elevate di generare guadagni.

## **2.5 Emozioni e memoria nella valutazione delle informazioni**

L'atteggiamento semplificativo degli individui nell'approcciare alle scelte in condizioni di incertezza è influenzato anche dalle emozioni e dalla memoria di colui che si appresta a percorrere un processo di scelta. I limiti individuali inducono l'individuo a commettere errori, ossia *bias*, che, nell'ambito delle scelte finanziarie di investimento, inducono ad allontanare la decisione dalla scelta razionalmente ottimale.

### *L'ipersicurezza ed errore di conferma*

L'ipersicurezza (o *overconfidence*) si riferisce alla tendenza dell'individuo ad essere eccessivamente convinto circa la correttezza delle decisioni prese, sovra-considerando le proprie competenze circa la capacità di valutare lo sviluppo prospettico degli eventi. Tale *bias*, che si manifesta anche in occasione delle scelte finanziarie, tende ad essere acuito a seguito dei guadagni accumulati - a fronte di scelte d'investimento - ma spesso generati da casualità di corsi positivi, piuttosto che della reale competenza dell'individuo nella formulazione di previsioni realistiche. La deviazione in oggetto determina la percezione dell'individuo di riuscire ad esercitare un controllo globale in relazione a tutte le decisioni che dovrà prendere, relegando alla “fortuna” un ruolo assolutamente marginale. Esso è acuito, inoltre, dall'errore di conferma - o *confirmation bias* - che porta l'investitore a

conferire un'importanza rilevante e non giustificata a qualsiasi informazione risulti avvalorare le proprie convinzioni e, al contrario, a non considerare le informazioni in contraddizione con il proprio punto di vista. In altre parole il cervello incamera le informazioni ricevute in maniera selettiva e distorsivamente filtrata. Applicata al contesto di scelta in ambito finanziario, l'investitore spesso non è oggettivo nel misurare la propria tolleranza al rischio in relazione ad un certo tipo di investimento: infatti, qualora convinto della bontà di un investimento, l'individuo tende a ricercare informazioni che sostengano la sua idea, tralasciando eventuali segnali di *alert* connessi all'investimento stesso. L'esito finale della scelta di investimento – qualora non conforme a quanto previsto – può non coincidere con la reale tolleranza al rischio dell'investitore, che ha effettuato la scelta in un "ambiente informativo" alterato e incompleto. Alcuni studi empirici hanno dimostrato come tale *bias* si configuri con un diverso grado di intensità a seconda del genere dell'individuo: in particolare la distorsione è caratterizzata da una maggior pervasività per gli uomini, piuttosto che per le donne<sup>36</sup>. Per risolvere la distorsione potrebbe essere efficace indurre il potenziale investitore a considerare evidenze contrarie alla propria idea iniziale, attraverso un processo di scelta basato sulla giustificazione delle contraddizioni che le informazioni possono ingenerare. Inoltre, date le differenze di intensità del *bias*, potrebbe essere opportuno fornire un *set* informativo

---

<sup>36</sup> Cfr. Mejers-Levy J. (1989), *Gender Differences in Information Processing: A Selectivity Interpretation* in *Cognitive and Affective Responses to Advertising*, eds. P. Cafferata and Alice Tybout, MA: Lexington Books, 219-260. Lo studioso dimostra come gli uomini siano tendenzialmente più selettivi delle donne nel processo di scelta, utilizzando come variabili del processo stesso poche informazioni dagli stessi ritenuti di maggior pregnanza.



differente per uomini e donne: più sintetico e focalizzato in relazione ai primi, più incentrato sulle interazioni informative in relazione alle seconde.

### *Reazione insufficiente*

L'errore di reazione insufficiente – legata all'euristica di ancoraggio - induce l'individuo a non aggiornare correttamente il suo processo di scelta in funzione delle nuove variabili/informazioni ricevute, “ancorandosi” alle informazioni iniziali.

Nell'ambito delle scelte finanziarie, l'individuo tende a non investire in strumenti che sono stati soggetti, in passato, a perdite rilevanti, nonostante nel momento in cui l'investitore si appresta ad effettuare la scelta, l'andamento dello strumento finanziario presenti buone performance e prospettive positive sul futuro andamento. Tale tendenza porta difficoltà nella misurazione della propria tolleranza al rischio: infatti, l'individuo potrebbe essere indotto ad effettuare una scelta d'investimento fondando le proprie convinzioni di rendimento sulle performance passate di una particolare tipologia di investimento, sottostimando il peso di prospettive negative sullo stesso, per trovarsi poi ad affrontare le perdite connesse all'effettiva *under-performance* dello strumento stesso.

### *Giudizio retrospettivo*

Il giudizio retrospettivo si riferisce alla tendenza dell'individuo – una volta venuto a conoscenza *ex post* del risultato di un evento incerto – ad alterare la previsione iniziale che lo stesso ha effettuato in fase antecedente rispetto all'accadimento. Tale *bias* induce,

quindi, a confondere la previsione *ex-ante* con il risultato *ex-post*, con la conseguenza che l'individuo non riesce a riconoscere gli eventuali errori di valutazione commessi. Il giudizio retrospettivo è essenziale per il corretto funzionamento della memoria: in particolare la mente tende a dimenticare le informazioni non più necessarie, andando ad aggiornare la base di conoscenza con informazioni più recenti. Per riuscire a correggere la distorsione legata a tale *bias*, potrebbe essere utile mantenere traccia delle previsioni iniziali degli individui, potendo, a posteriori, effettuare una corretta ricostruzione dei meccanismi di pensiero e di scelta, correggendo gli eventuali errori valutativi commessi ad *incipit* del processo di scelta.

#### *Attribution bias*

L'errore di attribuzione induce l'individuo ad attribuire l'imputabilità di un investimento sbagliato a ragioni esterne, minimizzando il senso di colpevolezza che un evento di perdita potrebbe ingenerare sull'individuo stesso.

Tale errore, qualora commesso in ipotesi congiunte di *overconfidence*, potrebbe portare l'individuo a ripetere gli errori di investimento commessi.

## **2.6 Come l'opinione sociale investe il processo di scelta**

L'influenza indotta dal contesto sociale nel comportamento individuale si manifesta anche in occasione delle scelte di investimento. Spesso, infatti, gli individui tendono a

conformare le proprie scelte a quanto effettuato nel contesto di riferimento, semplificando e/o annullando il processo valutativo autonomo e personale. Tale effetto distorsivo ha le sue radici nei legami sociali ed è soggetto ad accrescimento in ipotesi di maggior insicurezza. L'individuo, infatti, qualora si appresti ad effettuare una scelta in situazioni di particolare criticità, tende a rifuggire dal compiere una scelta in modo autonomo, che comporterebbe l'eventualità di assumere la colpa dell'eventuale esito negativo della scelta assunta. Viceversa, conformandosi alla massa, la colpa dell'esito negativo – come visto nell'*attribution bias* – tende ad essere mitigato da un processo di scelta “comunitario”, pur se errato. Tale atteggiamento è noto in finanza come *herding behaviour* e ricomprende sia il processo di elaborazione delle informazioni finanziarie a disposizione dell'individuo, sia l'individuazione della scelta finale di investimento, che risultano essere condizionate – talvolta in maniera decisiva – dall'atteggiamento “del gregge”, ovvero dall'attitudine dell'individuo all'imitazione dei comportamenti e delle scelte effettuate dal contesto sociale di appartenenza. Si pensi, a titolo esemplificativo, alle bolle speculative che hanno investito particolari imprese e/o settori produttivi, ove processi di scelta monodirezionali da parte della massa ha indotto forti rialzi e altrettanto importanti ribassi.

## **2.7 Utilizzare le evidenze comportamentali per conoscere l’investitore e la sua reale tolleranza al rischio**

Il quadro finora delineato ha dato evidenza della complessità della natura umana e della molteplicità di fattori (endogeni ed esogeni) che influiscono sul processo di scelta dell’individuo, aumentando la consapevolezza circa il fatto che il solo *set* informativo tecnico – pur se dettagliato – non è sufficiente alla definizione di un profilo di rischio dell’investitore attendibile e, pertanto, non risulta sufficiente al fine ultimo di tutela dello stesso investitore.

Valutare il mezzo maggiormente idoneo alla rilevazione del profilo del Cliente – ivi compresa la tolleranza al rischio, l’orizzonte temporale di investimento nonché la situazione finanziaria – significa procedere all’individuazione delle variabili rilevanti e alla modalità di rilevazione delle stesse, tenuto conto della natura “umana” dell’investitore.

Gli studi di finanza comportamentale, quindi, diventano lo strumento per definire in maniera maggiormente empirica cosa si intenda per “*know your customer*”, facendo leva su tre pilastri fondamentali, ossia:

- leggere in maniera critica le risposte che derivano dal questionario, in quanto frutto di un’autovalutazione e, per ciò stesso, soggetto a fattori distorsivi;
- formulare questionari *compliant* alle evidenze fornite dalla finanza comportamentale, che ha dimostrato come la formulazione dei quesiti possa influenzare il processo di scelta;

- disegnare un’architettura dei questionari “intelligente”, che possa evidenziare eventuali contraddizioni nelle risposte rese dal Cliente.

La finanza comportamentale definisce la tolleranza al rischio in ottica pluridimensionale: (a) *capacità di rischio*, ossia la capacità finanziaria (oggettiva) di sopportare eventuali perdite; (b) *attitudine al rischio*, ossia la capacità psicologica (soggettiva) di sopportare eventuali perdite e/o condizioni di incertezza. Pertanto, ponendoci nell’ottica di formulazione di un questionario i cui esiti siano attendibili, lo stesso dovrebbe opportunamente prevedere questo duplice livello di rilevazione. Evidenze empiriche hanno posto in evidenza come tendenzialmente l’individuo non concepisca il rischio alla stregua di una variabile oggettivamente misurabile, al contrario essa viene assunta quale variabile soggettiva ed influenzata dalle preferenze individuali. Pertanto il questionario di adeguatezza dovrebbe essere impostato ponendo attenzione alla rilevazioni delle variabili psicologiche, che si sono dimostrate tendenzialmente più stabili e meno soggette a mutamento<sup>37</sup>. Inoltre, stante il fatto che la tolleranza al rischio è la variabile che maggiormente influenza la scelta d’investimento dell’individuo, diventa importante rilevare ed analizzare gli *item* da cui essa stessa è influenzata, individuate a seguito degli studi di finanza comportamentale precedentemente affrontati nel corso del presente capitolo.

---

<sup>37</sup> Cfr. N. Linciano, P. Soccorso (2012), *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, CONSOB

Di seguito si riportano i principali *item* emersi nel corso della trattazione e che dovrebbero essere considerati nei questionari, sia nell’architettura delle domande, sia in termini di “correzione” degli esiti degli stessi in ragione delle evidenze registrate.

- *Genere* – Negli uomini la tolleranza al rischio è più elevata rispetto alle donne.
- *Età* – Nei giovani la tolleranza al rischio è più elevata rispetto agli adulti.
- *Stato familiare* – Nei single la tolleranza al rischio è più elevata rispetto ai coniugati.
- *Patrimonio* – A maggior patrimonio corrisponde una maggiore tolleranza al rischio.
- *Competenze in ambito finanziario* – Ad una maggiore conoscenza finanziaria corrisponde una maggiore tolleranza al rischio.
- *Umore* – A stati di tranquillità / felicità corrisponde una maggiore tolleranza al rischio.
- *Guadagno* – La sicurezza di un introito fisso aumenta la tolleranza al rischio. A questo riguardo, in alternativa al reddito percepito dall’investitore, potrebbe essere utilizzato, per la misurazione della tolleranza al rischio, il concetto di *stile/standard di vita*. In particolare potrebbe essere chiesto al potenziale investitore quale diminuzione percentuale massima di reddito sarebbe disposto ad accettare in ipotesi di un cambio di lavoro che potrebbe generare alternativamente e con la stessa probabilità un aumento ovvero una diminuzione dello standard di vita.

- *Circostanza del mercato*: in periodi di mercati in rialzo corrisponde un maggior grado di tolleranza al rischio, e viceversa in ipotesi di mercati a ribasso. La somministrazione del questionario dovrebbe quindi essere corretta in ragione del contesto economico in cui lo stesso viene somministrato, per non minare l’oggettività dei risultati.
- *Stato emotivo*: il risultato di investimenti passati influenza la tolleranza al rischio. Infatti evidenze empiriche hanno dimostrato un tendenziale aumento della tolleranza al rischio negli individui i cui investimenti passati hanno registrato guadagni, viceversa hanno registrato una diminuzione della tolleranza al rischio. A questo riguardo, si è registrato, tuttavia, che la cosiddetta avversione alle perdite può spingere l’individuo ad aumentare la sua tolleranza al rischio anche qualora lo stesso abbia subito perdite, per cercare di ripianare, appunto, la perdita subita.
- *Conti mentali*: l’obiettivo che l’individuo vuole raggiungere influenza la tolleranza al rischio dello stesso. Ipoteticamente lo stesso individuo potrebbe avere diverse tolleranza al rischio in ragione del conto mentale / obiettivo di raggiungimento di un ipotetico investimento.

La complessità finora descritta mette in luce come sia difficile e complesso mettere a punto uno strumento di misurazione oggettiva della tolleranza al rischio dell’investitore e di come sia necessario adoperarsi per misurare le variabili rilevanti per la definizione del *customer profile*, anche mettendo a punto tecniche di *debiasing*.

Inoltre, la molteplicità di informazioni di cui la tolleranza al rischio si compone mette in evidenza la necessità di definire una modalità di aggregazione delle informazioni stesse attraverso un indicatore sintetico – ma oggettivo – della tolleranza al rischio.



## 3. Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza

*3.1 La fase iniziale di reperimento del campione di analisi: la riservatezza dei questionari – 3.2 Dal 2013 al 2017: Analisi critica dei questionari compliant a MiFID1 – 3.3 Il 2018: Come sta cambiando la fase di profilatura in ottica MiFID2*

### **3.1 La fase iniziale di reperimento del campione di analisi: la riservatezza dei questionari**

Costituendo un tema delicato e particolarmente attuale, il reperimento dei questionari di profilatura della clientela non è stato agevole: nella gran parte dei casi, gli Istituti di credito non ha accettato di fornire gli strumenti di profilatura utilizzati, né compilati dal potenziale Cliente, né in stato *blank*, adducendo si trattasse di documenti sensibili e, pertanto, non circolarizzabili.

Tale difficoltà di reperimento è stata riscontrata anche da CONSOB, in occasione dello studio effettuato nel luglio 2012: attraverso un confronto e uno scambio di informazioni con tale Autorità – avvenuta tra gli anni 2015 e 2017 – si è avuto modo di apprendere

come già dal 2012 gli Intermediari fossero restii a circolarizzare i questionari di profilatura predisposti, tantochè, per lo studio allora proposto – e di cui il presente capitolo vuole essere una sorta di *follow-up* rispetto alle risultanze emerse in quell'occasione – la CONSOB, pur in qualità di Autorità di Vigilanza, era riuscita a reperire solo 20 questionari di profilatura.

Nonostante le difficoltà incontrate nell'interfacciarmi con gli Istituti e nonostante le resistenze mosse da gran parte degli stessi nel fornire i questionari, alcuni Intermediari hanno accettato di fornire il proprio questionario di profilatura: in parte essi sono compilati, in parte *blank*. I questionari reperiti costituiscono il campione sulla base del quale muove l'analisi contenuta nel capitolo in oggetto. La totalità del campione è riferita a questionari destinati a persone fisiche ed, in particolare, alla clientela *retail*.

Scopo del presente capitolo è quello di effettuare dapprima un'analisi critica dei questionari di adeguatezza, così come elaborati in ottemperanza alle disposizioni normative contenute nella MiFID1. Saranno successivamente analizzati anche i questionari predisposti in ottemperanza alle nuove disposizioni entrate in vigore a gennaio 2018, ossia a quanto disposto dalla MiFID2.

In particolare si valuterà se l'architettura di tali strumenti abbia recepito le critiche mosse già dal 2012 in occasione dell'analisi effettuata dalla CONSOB, nonché a fronte degli spunti di miglioramento delineati nelle Linee Guida dell'ESMA applicabili dal 22 dicembre 2012, in relazione alla valutazione di adeguatezza.

Inoltre si valuterà se i questionari possano considerarsi conformi rispetto alle evidenze emerse dagli studi di finanza comportamentale – che rappresenta, ad oggi, una corrente di studi in evoluzione – e che risulta essenziale per valutare in maniera effettiva e non distorta il profilo di rischio del Cliente, del quale è necessario valutare anche l’aspetto psicologico e sociale. In particolare, un concetto chiave su cui ci si soffermerà sarà quello della “tolleranza al rischio”: essa risulta essere una variabile multidimensionale di difficile quantificazione, in quanto coniuga concetti quali conoscenza del rischio, capacità di rischio, propensione ed attitudine al rischio.

### **3.2 Dal 2013 al 2017 – Un’analisi critica dei questionari *compliant* a MiFID1**

Sulla base del campione reperito in ordine ai questionari in essere per il periodo 2013 – 2017, si propone dapprima una disamina dell’aderenza dei quesiti presenti rispetto a quanto disciplinato dal Legislatore. Successivamente si procederà con un’analisi volta ad indagare se il metodo di profilatura adottato dagli Istituti abbia considerato le principali evidenze emerse dagli studi di finanza comportamentale.

La scelta dell’*elapsed* temporale di rilevazione del campione è funzionale ad effettuare una sorta di *follow up* rispetto alle critiche mosse dalla CONSOB a seguito degli studi di luglio 2012, nonché di valutare se gli Intermediari abbiano considerato le Linee Guida ESMA in vigore dal dicembre dello stesso anno.

Prima di passare alla fase di analisi vera e propria, si rende necessario delineare il quadro all'interno di cui tale analisi verrà esplicata, pertanto verrà proposta una breve rassegna di quanto rilevato dalla CONSOB ovvero di quanto disciplinato nelle Linee Guida ESMA.

### **3.2.1 CONSOB - 2012 - Una breve disamina**

Nel luglio 2012, la CONSOB ha proposto l'analisi di 20 questionari di adeguatezza, valutando l'architettura degli stessi in funzione di quanto disposto dalle Autorità di Vigilanza in materia, nonché la relativa metodologia di somministrazione.

La rilevazione ha dimostrato la tendenziale aderenza rispetto ai quesiti di rilevazione imposti dalla normativa, in un contesto che tuttavia presenta criticità in ordine alla chiarezza lessicale dei quesiti e all'impostazione grafica del questionario, che in molti casi è risultato essere non chiaramente suddiviso.

In relazione alla misurazione della "conoscenza ed esperienza", sono stati rilevati spunti di miglioramento in ordine alla idoneità dei questionari a misurare in maniera oggettiva la capacità del Cliente nella comprensione dei rischi relativi all'investimento. Infatti nell'indagare le conoscenze ed esperienze, i questionari hanno mostrato un'impostazione basata perlopiù sull'autovalutazione del Cliente stesso, attraverso domande chiuse che presupponevano una risposta binaria (sì, no), con la conseguenza – come visto nel capitolo precedente – di una scarsa affidabilità di tale misurazione. Inoltre la CONSOB, sempre con riferimento al campione di analisi, ha rilevato che in nessuno di essi risultavano presenti domande volte ad accertare conoscenze finanziarie di base, quali ad

esempio la relazione rischio/rendimento e/o tematiche attinenti attualizzazione o capitalizzazione della ricchezza.

Nell'indagare la "situazione finanziaria", i questionari non sono risultati comprensivi della rilevazione delle variabili di contesto che influenzano la capacità finanziaria del Cliente, come ad esempio lo stato di famiglia, la composizione del nucleo familiare nonché la fonte di reddito.

Per quanto attiene agli "obiettivi di investimento", i questionari sono risultati confusi e poco strutturati. La misurazione della tolleranza al rischio spesso è stata confusa con l'orizzonte temporale di investimento e con lo scopo dell'investimento stesso, il che ha portato a tralasciare le variabili di rilevazione comportamentali che influenzano l'attitudine soggettiva al rischio, essenziale per una profilatura coerente del Cliente.

Sono stati rilevati, inoltre, spunti di miglioramento in ordine alla chiarezza lessicale dei quesiti, nonché all'utilizzo di accortezze stilistiche che, sulla base della teoria finanziaria comportamentale, potrebbero consentire di limitare le distorsioni cognitive degli investitori.

### ***3.2.2 Linee Guida ESMA - 2012 - Una breve disamina***

Gli orientamenti in oggetto (ESMA/2012/387) sono stati emanati allo scopo di chiarire alcuni aspetti della disciplina MIFID, e si inseriscono in un contesto di dibattito, sia

dottrinale, che di letteratura, in materia di rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori.

Nonostante le linee guida non costituissero, di per sé, un obbligo di legge, la CONSOB – per il tramite della Comunicazione n. DIN/12084516 del 25-10-2012 – ha inteso precisare che *“Gli intermediari sottoposti alla vigilanza della Consob sono tenuti a rispettare gli Orientamenti contenuti nel documento dell’ESMA ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti in via generale dalla normativa loro applicabile”*, sancendo, di fatto, il carattere prescrittivo di tali indicazioni. Si riportano di seguito gli orientamenti dell’ESMA che rilevano ai fini della presente trattazione, tralasciando invece ulteriori specifiche che, pur nella loro importanza, non influiscono nella comprensione – da parte dell’Intermediario – del Cliente e delle sue caratteristiche.

Innanzitutto l’ESMA, attraverso il primo orientamento, dispone l’opportunità che l’Intermediario specifichi al Cliente in maniera chiara e trasparente che la valutazione di adeguatezza viene effettuata a salvaguardia dell’interesse dello stesso, sottolineando l’importanza di fornire informazioni accurate e veritiere. Tramite gli orientamenti di supporto, l’ESMA si focalizza sull’importanza di far comprendere al Cliente il legame esistente tra rischio e rendimento, anche attraverso esempi illustrativi del grado di perdita potenziale che potrebbe verificarsi in relazione al grado di rischio assunto, specificando che la risposta a tali esempi è funzionale alla quantificazione dell’atteggiamento del Cliente verso il rischio.

Attraverso il secondo orientamento, l'ESMA dispone l'opportunità che l'Intermediario si doti di procedure che consentano di raccogliere i dati essenziali per delineare il profilo dei propri Clienti con riferimento alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento. A questo riguardo, l'ESMA suggerisce di raccogliere informazioni in merito (a) allo stato civile, (b) allo stato di famiglia, (c) alla situazione lavorativa, (d) al fabbisogno di liquidità nonché (e) all'età.

Attraverso il quarto orientamento, l'ESMA sancisce l'opportunità che gli Intermediari differenzino il grado di profondità delle informazioni da raccogliere in ragione della natura del Cliente che si appresta ad effettuare un investimento ovvero degli obiettivi di investimento dello stesso. In particolare, sarebbe necessario raccogliere informazioni più approfondite, rispettivamente, in ordine a Clienti più anziani o che si apprestano ad effettuare un investimento per la prima volta nonché nei confronti dei Clienti i cui obiettivi di investimento sono molteplici e/o a lungo termine.

Infine, per quanto qui rileva, attraverso il sesto orientamento, l'ESMA si focalizza sull'importanza di non fare indebitamente affidamento sull'autovalutazione degli investitori, adottando accorgimenti in ordine all'architettura delle domande che non consentano risposte fallaci da parte dei medesimi e strumenti che consentano di evidenziare eventuali incongruenze nelle informazioni rese dall'investitore.

### **3.2.3 L'analisi dei questionari**

Alla luce di quanto sopra esposto, vediamo nel particolare cos'è cambiato nell'architettura dei questionari dal 2013 al 2017, ovvero a seguito dei *gap* strutturali e contenutistici indagati da CONSOB e rispetto alle raccomandazioni rese dall'ESMA.

Il campione recuperato per il periodo in oggetto ed in relazione ai quali è stata strutturata l'analisi è costituito da n. 15 questionari<sup>38</sup> di adeguatezza, utilizzati dai seguenti intermediari:

- i. Banca Popolare di Vicenza*
- ii. FarBanca (Gruppo Banca Popolare di Vicenza)*
- iii. Sparkasse*
- iv. Banca Monte dei Paschi di Siena*
- v. Cassa di Risparmio del Veneto (Gruppo Intesa Sanpaolo)*
- vi. Intesa Sanpaolo*
- vii. Banca Sant'Elena*
- viii. BPER*
- ix. BCC del Centroveneto (Gruppo ICCREA)*
- x. BCC di S. Biagio (Gruppo ICCREA)*
- xi. Fineco*
- xii. Banca Unicredit*

---

<sup>38</sup> Dei quindici questionari analizzati, tre presentano lo stesso formato in quanto gli Intermediari appartengono allo stesso gruppo (come specificato nell'elenco stesso).



- xiii. *UBI Banca*
- xiv. *Banca Popolare di Novara*
- xv. *Banca Fideuram*

Si precisa che all'interno di tale campione i questionari che sono stati forniti compilati dal sottoscrittore sono solamente 8 (di cui: 1 per la Banca Popolare di Vicenza, per Monte dei Paschi di Siena, per Cassa di Risparmio del Veneto, per Banca Sant'Elena, per BPER; 2 per le Banche di Credito Cooperativo – facenti parte della macro-categoria ICCREA; 1 per Fineco Bank – la cui compilazione non risulta, però, completa).

Ad *incipit* dell'analisi si è valutato opportuno fornire una *view high level* sulla struttura generale dei questionari, la quale muove, in prima battuta, dalla verifica del numero di quesiti presenti in ciascuno dei questionari appartenenti al campione, la quale può costituire un indicatore del grado di approfondimento con il quale viene indagato il *customer profile*. La tabella di seguito illustra le risultanze di quanto appena enunciato:

<b>Banca</b>	<b>Numero totale di domande</b>
<i>Banca Popolare di Vicenza / FarBanca</i>	34
<i>Sparkasse</i>	33
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	39
<i>Cassa di Risparmio del Veneto / Intesa Sanpaolo</i>	12
<i>Banca Sant'Elena</i>	25
<i>BPER</i>	31
<i>ICCREA</i>	18
<i>Fineco</i>	34

*Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza*

<i>Banca Unicredit</i>	23
<i>UBI Banca</i>	26
<i>Banca Popolare di Novara</i>	19
<i>Banca Fideuram</i>	26

**Tabella 3 - Numero di domande totali per questionario**

Come si evince dalla *Tabella 3*, il numero di questi per questionario può essere molto variabile: in particolare circa la metà dei questionati indagati (6 casi su 15) presenta un numero di questi compreso tra 30 e 40; viceversa, i rimanenti presentano un numero di domande che oscilla tra 11 e 29. Il questionario più sintetico risulta essere quello di Cassa di Risparmio del Veneto ed Intesa Sanpaolo, costituito da 12 domande.

Tutti i questionari presentano la numerazione delle pagine. Anch'esse, così come il numero di quesiti presenti in ciascun questionario, presentano un'ampia variabilità: la maggior parte dei questionari è costituita da 8-10 pagine, ma sono presenti questionari di 2 pagine (Banca Popolare di Vicenza / FarBanca e ICCREA), ovvero di 3 pagine (Cassa di Risparmio del Veneto / Intesa Sanpaolo e Banca Sant'Elena).

Venendo, ora, agli aspetti di conformità alla normativa emanata dalle Autorità di Vigilanza in materia, si analizzano di seguito le aree tematiche indagate dai questionari, verificando l'aderenza degli stessi ai pilastri di *(i)* esperienza e conoscenza, *(ii)* situazione finanziaria, nonché *(iii)* obiettivi di investimento.

**Banca Popolare di Vicenza** (questionario aggiornato nel 2014; compilato nel 2015)

Il questionario viene introdotto da un paragrafo in cui il sottoscrittore (ossia il potenziale investitore) dichiara di essere stato informato in merito alle finalità e al funzionamento del questionario stesso. In particolare viene posta evidenza sull'accezione che una modifica alle risposte del questionario che comporti un aumento del profilo di rischio diviene efficace decorsi 30 giorni dalla data di modifica dello stesso, nonché la modifica del questionario stesso può essere effettuata decorsi 30 giorni dalla sua compilazione. A conclusione del paragrafo è inserita un'ulteriore frase in cui il sottoscrittore dichiara di fornire informazioni veritiere, complete e corrispondenti alla situazione in cui lo stesso si trova al momento della sottoscrizione. Tale paragrafo introduttivo non presenta caratteri speciali (ad esempio evidenze in corsivo o in grassetto) che possano focalizzare l'attenzione del sottoscrittore circa l'importanza del questionario quale strumento che consente di agire nel miglior interesse dell'investitore.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come così riportate:

- "Sezione conoscenza"
- "Sezione esperienza"
- "Sezione obiettivi di investimento"
- "Sezione situazione finanziaria"
- "Sezione orizzonte temporale"

Nonostante l'aderenza delle sezioni a quanto previsto dalla normativa MiFID, il *layout* grafico di suddivisione delle stesse non è chiaramente identificabile e i titoli delle sezioni si confondono con il testo dei quesiti.

L'impostazione delle domande risulta essere particolarmente sintetica e serrata, tantoché la maggior parte delle stesse prevede una risposta binaria (SI/NO), detta anche dicotomica. In particolare (i) la "Sezione conoscenza" viene indagata esclusivamente mediante domande a risposta dicotomica; (ii) la "Sezione esperienza", al netto della richiesta di indicazione di numero ed importo medio delle operazioni di negoziazione effettuate nel corso dell'ultimo anno, presenta domande a risposta dicotomica. Per quanto attiene alla "Sezione obiettivi di investimento" la risposta – a scelta multipla – è discorsiva e presenta una breve indicazione circa il legame esistente tra rischio e rendimento. La "Sezione situazione finanziaria" presenta domande atte ad indagare la fonte e la consistenza del reddito annuo e del patrimonio complessivo. Infine la "Sezione orizzonte temporale", la cui risposta – a scelta multipla – prevede risposte non univoche in quanto è previsto che il sottoscrittore possa rispondere che il suo obiettivo d'investimento sia di "breve, medio, lungo" periodo, non consente di identificare in maniera precisa quale sia la reale preferenza in termini di *holding period*.

Inoltre tale questionario, che è stato recuperato in *status* compilato, permette verosimilmente di ipotizzare l'assenza di meccanismi di verifica delle incoerenze nelle risposte rese: infatti il sottoscrittore, il cui obiettivo dichiarato nel caso in oggetto è la crescita significativa del capitale nel tempo e quindi di elevata propensione al rischio,

dichiara tra i suoi obiettivi di investimento anche il breve periodo, che risulta incoerente con la prima preferenza.

Rimane da sottolineare, infine, che – a discapito della rilevanza dalle stesse assunta e dimostrata dalle evidenze di finanza comportamentale – non è prevista alcuna rilevazione in ordine a variabili socio-demografiche che, invece, hanno caratteri influenti nel processo di scelta.

In generale il questionario non ottempera alle Linee Guida ESMA che pongono l'attenzione – tra gli altri – sull'importanza di non fare indebitamente affidamento sulle dichiarazioni del potenziale investitore: infatti tale raccomandazione non può essere ottemperata da domande a risposta dicotomica e dalla potenziale assenza della rilevazione delle incoerenze.

**Sparkasse (questionario aggiornato nel 2015; non compilato)**

Il questionario si apre con un paragrafo introduttivo finalizzato ad informare il potenziale investitore circa l'importanza del questionario stesso quale strumento finalizzato a fornire il massimo grado di tutela al sottoscrittore, consentendo di valutare se l'operazione corrisponda ai propri obiettivi di investimento, se sia coerente con la capacità di sopportare le eventuali perdite connesse, nonché se sia compatibile con il grado di consapevolezza del sottoscrittore circa i rischi associati all'investimento. Inoltre l'introduzione comprende una breve spiegazione circa il legame esistente tra rischio, rendimento e orizzonte temporale, in conformità con quanto previsto dalle Linee Guida.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come di seguito riportate:

- “Sezione esperienza e conoscenza”
- “Sezione situazione finanziaria”
- “Sezione obiettivi di investimento”

Ciascuna sezione – la cui impostazione grafica consente la chiara distinzione tra le stesse – è introdotta da una spiegazione preliminare dell’argomento che verrà indagato e delle finalità in relazione alle quali la Banca pone attenzione alle stesse, specie con riguardo alla “Sezione obiettivi di investimento”. Le sezioni rispettano quanto disposto dalla normativa MiFID.

Le domande risultano formulate in maniera ben articolata e le risposte prevedono una scelta tra diverse opzioni, spesso anch’esse abbastanza articolate e che fungono, in certi casi, da spiegazioni formative in ordine a specifici aspetti di natura finanziaria. Alcune domande presentano esempi di casi finanziari molto specifici, la cui risposta presuppone la conoscenza di aspetti finanziari di base (ad esempio legame rischio-rendimento) e specifici (ad esempio concetto di leva, legame tra derivato e sottostante). Il questionario presenta anche alcune domande su interpretazione di grafici – in relazione a cui non è prevista l’astensione dalla risposta – nonché la scelta di potenziali investimenti basata, oltrechè sulla descrizione, anche attraverso l’utilizzo di immagini. Inoltre il questionario presenta un quesito che attiene alla finanza comportamentale, ove si chiede al sottoscrittore di indicare la sua potenziale reazione a fronte di un evento di perdita.

In generale, il questionario ottempera alle Linee Guida ESMA, in quanto la sua struttura è funzionale ad indagare l'effettiva conoscenza dell'investitore attraverso domande la cui risposta – qualora esatta – presuppone conoscenze in ambito finanziario. Anche gli obiettivi di investimento, seppure la relativa sezione sia maggiormente sintetica rispetto alle altre, non è costruita in maniera da basarsi unicamente sull'autovalutazione dell'investitore: è ipotizzabile la presenza di meccanismi che mettano in evidenza le incoerenze, anche valutando aspetti psicologico-comportamentali.

***Monte dei Paschi di Siena*** (questionario aggiornato nel 2015; compilato nel 2016)

Il questionario si apre con un paragrafo introduttivo finalizzato ad informare il potenziale investitore circa l'importanza di fornire informazioni corrette, esaustive e veritiere nella compilazione del questionario, che altrimenti potrebbe risultare uno strumento non efficace per agire nel miglior interesse del sottoscrittore. Inoltre, l'introduzione comprende una breve definizione delle diverse sezioni di cui il questionario risulta composto, ove si sottolinea la finalità che la banca persegue nel registrare le informazioni stesse. Infine si informa il sottoscrittore circa il significato di adeguatezza e appropriatezza, così come definiti dalla vigente normativa.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come di seguito riportate:

- “Sezione profilo finanziario - appropriatezza”
- “Sezione profilo finanziario - adeguatezza”
- “Sezione profilo integrativo al servizio di gestione patrimoniale”

- “Sezione profilo assicurativo”
- “Sezione profilo previdenziale”

Ciò che con facilità si nota è la differente impostazione del questionario rispetto ai requisiti classici imposti dalle Autorità di Vigilanza: ossia non risulta essere presente una chiara distinzione tra le sezioni classiche (esperienza e conoscenza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento). Le sezioni individuate, inoltre, non sono graficamente chiaramente distinguibili tra loro, ma si confondono tra i quesiti.

Le informazioni prettamente anagrafiche e socio-demografiche – compresa la professione e il titolo di studio –, che come si è visto nei capitoli precedenti hanno riflessi sui processi di scelta in condizioni di incertezza, vengono trattati come quesiti autonomi ed introduttivi, non appartenenti a specifiche sezioni; ciò porterebbe ad ipotizzare che tali informazioni non incidano sul processo di elaborazione algoritmica dei risultati del questionario.

La valutazione circa il grado di conoscenza ed esperienza avviene nella maggioranza dei casi per il tramite di domande guidate (cosiddette *leading questions*), ove il quesito viene posto quale una sorta di spiegazione sul prodotto di cui, di volta in volta, si indaga la conoscenza: tale *modus operandi* potrebbe equivalere ad un intento informativo in merito alle diverse tipologie di prodotto e, pertanto, potrebbe allarmare il sottoscrittore qualora nella formulazione del quesito si facesse riferimento ad un rischio elevato, inducendolo, quindi, a rispondere in maniera veritiera, di converso, però, risulta impossibile valutare in maniera oggettiva la bontà delle risposte rese dal sottoscrittore.



La valutazione del grado di esperienza avviene attraverso domande a risposta dicotomica, in relazione a cui non è possibile creare meccanismi che consentano di correggere le eventuali risposte incoerenti del sottoscrittore.

In merito all'obiettivo di investimento, le domande sono strutturate con molteplici opzioni di risposta, discretamente articolate. Non potendo avere visibilità in ordine alla policy in materia di questionari in vigore presso l'Intermediario alla data del questionario, non è possibile verificare la presenza o meno di meccanismi di evidenziazione delle incoerenze in merito a tale aspetto di valutazione (obiettivi di investimento). Le risposte al questionario, così come compilato, risulta coerente per la tematica in oggetto.

Non viene menzionato, diversamente da quanto suggerito dalle Linee Guida, il legame tra rischio e rendimento e non sono presenti domande che possano contribuire ad accertare la reale consapevolezza dell'investitore in relazione al rischio connesso ai differenti strumenti finanziari; al contrario tale aspetto viene misurato unicamente mediante *self-assessment* e autocertificazione dell'investitore stesso, con i limiti che tale approccio comporta.

***Banca Sant'Elena*** (non desumibile la data di aggiornamento del questionario; compilato nel 2016)

Il questionario presenta un breve paragrafo introduttivo volto ad informare il Cliente circa la finalità dello stesso, ossia agire nel suo migliore interesse. A questo riguardo viene

data evidenza dell'importanza che il sottoscrittore fornisca informazioni veritiere. L'impostazione grafica del paragrafo introduttivo non agevola la lettura: i caratteri presentano un *font* molto piccolo e la sezione, nonostante sia un'introduzione al questionario, viene inserita all'interno della sezione relativa ai dati anagrafici.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come di seguito riportate:

- "Dati anagrafici"
- "Esperienza finanziaria e conoscenze possedute"
- "Situazione finanziaria"
- "Obiettivi di investimento e propensione al rischio"

Le sezioni rispettano i requisiti imposti dalla normativa e sono tra loro chiaramente identificabili. Ciascuna sezione è introdotta da una spiegazione dettagliata delle finalità delle domande contenute in essa, anche le spiegazioni di apertura delle sezioni non sono di agevole lettura.

I dati anagrafici, inseriti nell'apposita sezione del questionario, potrebbero far presumere che le relative risposte (attinenti, oltre che al livello di istruzione e alla professione, anche all'età), vengano computate al fine dell'identificazione del *customer profile*.

I quesiti relativi alle sezioni richieste dalla normativa sono molto specifici, e nella maggior parte dei casi sono posti in maniera tale da accertare l'effettiva conoscenza dell'investitore in ambito finanziario. Parte di essi riguardano meccanismi probabilistici relativi all'attitudine dell'investitore al rischio.

Il questionario presenta un paio di quesiti attinenti alla finanza comportamentale, ove si chiede al sottoscrittore *(a)* di indicare la sua potenziale reazione a fronte di movimenti negativi del mercato, *(b)* di indicare il grado di sopportazione delle perdite, nonché *(c)* la preferenza tra due alternative lotterie.

A seguito del risultato del questionario viene chiesto al Cliente, in fase di sottoscrizione dello stesso, se si riconosca nel profilo individuato.

Poiché le risposte sono tra loro coerenti, non è possibile verificare se esistano dei meccanismi di evidenziazione delle eventuali incoerenze: nonostante ciò il questionario risulta generalmente conforme a quanto previsto dalla normativa e dalle linee guida dell'ESMA. Potrebbero esserci degli spunti di miglioramento in ordine alla grafica del questionario, che in alcune sue parti presenta caratteri molto piccoli e di difficile lettura, nonché mediante l'utilizzo di immagini che possano evidenziare in maniera maggiormente intuitiva gli andamenti degli strumenti finanziari. Non viene inoltre mai menzionata la relazione esistente tra rischio e rendimento.

**BPER (questionario aggiornato nel 2013; compilato nel 2016)**

Il frontespizio del questionario è costituito da un'introduzione relativa agli adempimenti previsti dalla MiFID, nonché alle finalità del questionario. Anche in questo caso viene posta evidenza all'importanza di fornire informazioni corrette, esaustive e veritiere nella compilazione del questionario, che altrimenti potrebbe risultare uno strumento non efficace per agire nel miglior interesse del sottoscrittore. Viene inoltre richiamata la

necessità di comunicare tempestivamente qualsiasi atto o fatti che possa modificare il profilo di rischio del sottoscrittore.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come di seguito riportate:

- “Verifica delle informazioni anagrafiche”
- “Definizione dello status”
- “Rilevazione dell’obiettivo di investimento”
- “Rilevazione della conoscenza e della esperienza”
- “Rilevazione della situazione finanziaria”
- “Rilevazione delle informazioni aggiuntive per prodotti finanziari illiquidi”
- “Rilevazione della conoscenza e dell’obiettivo per gestioni”

Nonostante l’aderenza degli ambiti di rilevazione alla disciplina di settore, le sezioni del questionario non corrispondono alla classica suddivisione impartita dalla normativa (esperienza e conoscenza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento). Le sezioni sono tra loro chiaramente distinguibili e, complessivamente, il questionario è di agevole lettura, caratterizzato da una adeguata grandezza del *font*.

Le informazioni prettamente anagrafiche comprendono la professione e il titolo di studio del sottoscrittore: tali informazioni che, come si è visto nei capitoli precedenti, hanno riflessi sui processi di scelta in condizioni di incertezza, vengono trattati all’interno della sezione introduttiva e ciò porterebbe ad ipotizzare che incidano sul processo di elaborazione algoritmica dei risultati del questionario.

La definizione dello *status* si estrinseca in “persona fisica”, ovvero “persona giuridica”, tale informazione è inserita in automatico dalla procedura, al sottoscrittore viene chiesto unicamente di confermare le informazioni stesse.

La sezione relativa agli obiettivi di investimento è introdotta da un paragrafo introduttivo in cui viene esplicitata la connessione esistente tra rischio e rendimento, come da Linee Guida ESMA. La sezione presenta domande di natura comportamentale attinenti alla reazione ad eventuali perdite nonché alla massima perdita che il sottoscrittore stesso sarebbe disposto a sopportare.

In relazione alla rilevazione del grado di conoscenza ed esperienza, la maggior parte dei quesiti sono a risposta guidata e contengono una sorta di spiegazione sul prodotto di cui, di volta in volta, si indaga la conoscenza. Se da un lato tale *modus operandi* potrebbe equivalere ad un intento informativo in merito alle diverse tipologie di prodotto e alle componenti di rischio connesse – che potrebbero allarmare il sottoscrittore qualora nella formulazione del quesito si facesse riferimento ad un rischio elevato – dall’altro lato non consente di rilevare in maniera oggettiva quale sia la reale conoscenza del sottoscrittore, in quanto le risposte alle domande e la valutazione da queste risultante sono frutto dell’autocertificazione del sottoscrittore.

La rilevazione della situazione finanziaria, diversamente dalla maggioranza dei questionari analizzati si basa unicamente sulla rilevazione dello stato di ricchezza esistente al momento della sottoscrizione.

Complessivamente il questionario, seppur rispondente ai requisiti imposti dalla normativa, spesso tende a fare affidamento sull'autovalutazione del sottoscrittore.

***Cassa di Risparmio del Veneto e Intesa Sanpaolo*** (questionario aggiornato nel 2013; compilato nel 2015)

I questionari delle due banche sono identici e non presentano alcun paragrafo introduttivo che possa informare il Cliente circa la finalità dello stesso inducendolo, pertanto, a fornire informazioni veritiere nell'ottica di agire nel suo miglior interesse.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come di seguito riportate:

- "Conoscenza ed esperienza"
- "Obiettivi di investimento"
- "Situazione finanziaria"

Le sezioni rispettano i requisiti imposti dalla normativa e sono tra loro chiaramente identificabili. Tuttavia non è presente alcuna introduzione alle stesse e il sottoscrittore, pertanto, si trova ad affrontare un *iter* di domande senza avere contezza della finalità e della rilevazione cui le stesse sono finalizzate. L'eventuale "istruzione" del sottoscrittore circa l'obiettivo perseguito dal questionario e la rilevanza che tale strumento riveste nella logica di tutela dello stesso è rimessa all'operatore finanziario dell'istituto che, come previsto dalla normativa, deve essere adeguatamente formato per poter adeguatamente trasferire tali *focal point*.

La sezione relativa alla conoscenza è composta da quesiti a risposta dicotomica, che, per loro natura, fanno affidamento sulle risposte del sottoscrittore. Tale circostanza, in virtù anche del fatto che non è presente una espressa informativa circa le potenzialità e il valore aggiunto del questionario (per garantire la cosiddetta *best execution*), potrebbe indurre il sottoscrittore a fornire risposte non veritiere al fine di operare in strumenti finanziari per i quali potrebbe non avere conoscenze e caratteristiche idonee.

Nella rilevazione degli obiettivi di investimento, le domande – pur essendo in numero ridotto – sono composte da risposte articolate, che mettono graficamente in evidenza il legame tra rischio e rendimento. Tuttavia non sembrano essere presenti meccanismi che possano evidenziare eventuali incongruenze nelle risposte fornite dal sottoscrittore: nel caso di specie il sottoscrittore risponde di essere favorevole ad un investimento azionario di lungo periodo e, allo stesso tempo, risponde di non essere disponibile ad investire – e quindi a vincolare – somme di denaro per un periodo superiore a 7 anni (ossia ad un investimento di medio periodo).

In relazione alla situazione finanziaria i quesiti sono minimi ed attengono quasi esclusivamente alla capacità di risparmio.

Non è presente alcuna domanda che possa rilevare la natura comportamentale dell'investitore (reazione alle perdite), né tantomeno che possa comprovare la veridicità delle informazioni rese dallo stesso.

A seguito del risultato del questionario, viene chiesto al Cliente, in fase di sottoscrizione dello stesso, se si riconosca nel profilo individuato.

Complessivamente, nonostante le sezioni del questionario rispettino la suddivisione imposta dalla normativa, ad un esame più attento sono molti gli spunti di miglioramento. In particolare sembrerebbe opportuno inserire introduzioni informative per indurre il sottoscrittore a contribuire, in proprio favore, a fornire una rilevazione completa e corretta. Potrebbero inoltre essere inseriti meccanismi in grado di rilevare incongruenze, quesiti in grado di verificare effettivamente le conoscenze dell'investitore, utilizzo di immagini che possano evidenziare in maniera maggiormente intuitiva gli andamenti degli strumenti finanziari, nonché domande che, sulla base degli spunti emersi dagli studi di finanza comportamentale, possano far emergere il profilo soggettivo dell'individuo e la sua reazione "emotiva" alle eventuali perdite.

***BCC San Biagio del Veneto Orientale e BCC del Centrovneto*** (questionari aggiornati nel 2014; compilati rispettivamente nel 2015 e nel 2016)

I questionari delle due banche di credito cooperativo sono identici ed entrambi aggiornati nel mese di ottobre 2014. Essi non presentano alcun paragrafo introduttivo e nessuna spiegazione di apertura alle varie sezioni che possa informare il sottoscrittore in merito all'importanza di fornire informazioni corrette e veritiere al fine del proprio interesse. È presumibile che tali informazioni vengano rese verbalmente dal consulente finanziario di volta in volta coinvolto nella fase di negoziazione, che, quindi, deve essere adeguatamente formato.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come così riportate:



- “Sezione A – Dati anagrafici”
- “Sezione B – Esperienza finanziaria e conoscenze possedute”
- “Sezione C – Situazione finanziaria”
- “Sezione D – Obiettivi di investimento e propensione al rischio”

Le sezioni rispettano la suddivisione imposta dalla normativa e le stesse sono chiaramente identificabili.

La sezione anagrafica richiede, tra gli altri, la professione, distinguendo se trattasi di lavoro a tempo determinato ovvero indeterminato: tale informazione potrebbe incidere, inoltre, sulla situazione finanziaria dell'investitore.

La rilevazione dell'esperienza e conoscenza in ambito finanziario è strutturata sulla base di quesiti semplici e risposte che fanno unicamente affidamento sull'autovalutazione dell'investitore, a contrario di quanto suggerito dalle Linee Guida ESMA.

La rilevazione della situazione finanziaria, oltre alle domande classiche, prevede un quesito relativo alla capacità di risparmio.

La rilevazione degli obiettivi di investimento e della propensione al rischio non risulta adeguatamente strutturata, pur essendovi una domanda attinente alla reazione ad eventuali perdite. Non è inoltre possibile rilevare se vi siano dei meccanismi di evidenziazione delle incoerenze in quanto entrambi i questionari analizzati presentano risposte coerenti. Non è in nessun modo evidenziata la relazione esistente tra rischio e rendimento.

Complessivamente il questionario – seppur strutturato secondo le variabili di rilevazione disposte dalla normativa MiFID – non ottempera alle Linee Guida ESMA che pongono l’attenzione – tra gli altri – sull’importanza di non fare indebitamente affidamento sulle dichiarazioni del potenziale investimento.

**Fineco (questionario aggiornato nel 2016; non compilato)**

Il questionario non presenta alcuna informazione circa le finalità del questionario e l’importanza dello stesso per offrire al Cliente il prodotto maggiormente idoneo alle sue caratteristiche. Anche le sezioni dello stesso non presentano alcuna introduzione / spiegazione.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come così riportate:

- Parte introduttiva comprendente i dati anagrafici, il tipo di reddito e la professione
- “Livello di istruzione - professione”
- “Conoscenze in materia di investimenti”
- “Esperienza in materia di investimenti”
- “Nucleo familiare”
- “Situazione finanziaria”
- “Obiettivi di investimento e propensione al rischio”

Le sezioni, pur rispettando le informazioni la cui rilevazione è imposta dalla normativa, si presentano differenti rispetto alla classica suddivisione prevista dal Regolatore.

Il questionario presenta una parte introduttiva circa gli obblighi normativi da cui discende il questionario stesso. Essa, tuttavia, non è chiaramente identificabile in quanto la grafica e il *font* non contribuiscono a generare, nel sottoscrittore, attenzione e rilevanza alle informazioni rese.

Le domande assegnate alle varie sezioni, in alcuni casi non sono propriamente attinenti alla sezione cui le stesse fanno riferimento: non risulta, pertanto, adeguatamente predisposta la suddivisione dei quesiti di rilevazione e l'impatto cui gli stessi contribuiscono in relazione al punteggio assegnato ai diversi *item*.

La struttura del questionario enfatizza gli aspetti relativi alla professione del sottoscrittore e alla sicurezza del reddito (contratto a tempo determinato / indeterminato), nonché ad eventuali impegni finanziari periodici (affitto, rate...).

La rilevazione della conoscenza in materia di investimenti è strutturata sulla base di quesiti semplici e risposte che fanno unicamente affidamento sull'autovalutazione dell'investitore, a contrario di quanto suggerito dalle Linee Guida.

In relazione agli obiettivi di investimento e propensione al rischio, la sezione non risulta adeguatamente argomentata. Non è inoltre possibile rilevare se vi siano dei meccanismi di evidenziazione delle incoerenze in quanto entrambi i questionari analizzati presentano risposte coerenti. Non è in nessun modo evidenziata la relazione esistente tra rischio e rendimento e non è presente alcuna quesito che consideri le evidenze emerse dalla finanza comportamentale quale, a titolo esemplificativo, la possibile reazione alle eventuali perdite.

Complessivamente il questionario – seppur strutturato secondo le variabili di rilevazione disposte dalla normativa MiFID – non ottempera alle Linee Guida ESMA che pongono l’attenzione – tra gli altri – sull’importanza di non fare indebitamente affidamento sulle dichiarazioni del potenziale investimento.

**Unicredit (questionario in vigore nel 2015; non rilevabile data di aggiornamento)**

Il questionario presenta una parte introduttiva volta a fornire al Cliente percezione in ordine all’importanza di fornire informazioni veritiere per la propria tutela.

Il questionario è suddiviso in sezioni, chiaramente distinguibili e così suddivise:

- “Conoscenze ed esperienze relativamente a strumenti e prodotti finanziari”
- “Livello di istruzione - professione”
- “Situazione finanziaria”
- “Obiettivi di investimento”

Il questionario è costituito per la maggior parte da quesiti a risposta dicotomica ovvero da domande la cui risposta non consente di evidenziare la veridicità o meno delle informazioni rese dal sottoscrittore: ciò è particolarmente verificabile in relazione alla sezione volta ad indagare la conoscenza dell’investitore.

L’unica sezione che prevede risposte maggiormente articolate è relativa agli obiettivi di investimento, ove (a) vengono presentati una serie di possibili scenari (con specifiche caratteristiche di rischio e rendimento) e viene chiesto al sottoscrittore di scegliere quale

risponda maggiormente alla propria propensione al rischio, nonché (b) viene enfatizzato e brevemente spiegato il concetto di orizzonte di investimento e viene richiesto di individuare le tipologie di investimento verso i quali l'investitore si sente maggiormente incline.

Poiché il questionario non è compilato, non è possibile ipotizzare l'esistenza o meno di eventuali meccanismi di evidenziazione delle incoerenze i quali, tuttavia, potrebbero insistere unicamente nella sezione relativa agli obiettivi di investimento. Non sono presenti quesiti che recepiscano le evidenze della finanza comportamentale e che possano quindi rilevare le caratteristiche soggettive ed emotive dell'investitore, utili, come si è avuto modo di approfondire nei capitoli precedenti, a fornire allo stesso investimenti confacenti alle proprie caratteristiche.

***UBI Banco di Brescia*** (questionario in vigore nel 2015; non rilevabile data di aggiornamento)

Il questionario presenta un parte introduttiva volta a fornire al Cliente percezione in ordine all'importanza di fornire informazioni veritiere per la propria tutela.

Il questionario è suddiviso in sezioni, così suddivise:

- "Conoscenze ed esperienze relativamente a strumenti e prodotti finanziari"
- "Situazione finanziaria"
- "Obiettivi di investimento"

La sezione relativa alle conoscenze si compone di quesiti a risposta guidata che enfatizzano nel testo della domanda la relazione esistente tra rischio e rendimento dei diversi prodotti menzionati, e di conseguenza il grado di rischiosità intrinseca degli stessi e fungendo da *alert* nei confronti di colui che si appresta alla scelta finanziaria. Gli stessi scontano, però, la limitazione di non riuscire a testare effettivamente la veridicità delle affermazioni. È inoltre presente un quesito volto ad apprendere da parte dell'investitore il proprio profilo di rischio percepito: le possibili risposte sono articolate e hanno carattere illustrativo ed esplicativo di ciò che s'intende per avverso/neutrale/propenso al rischio.

Non sono presenti domande in ordine alla rilevazione della variabile emotiva – reazione alle perdite – come al contrario sarebbe richiesto dalla normativa e non sembrano essere presenti meccanismi in grado di rilevare incongruenze nelle risposte fornite.

Complessivamente la formulazione del questionario, seppur rispondente ai requisiti imposti dalla normativa, tende a far unicamente affidamento sull'autovalutazione dell'investitore, piuttosto che a valutare effettivamente il *customer profile*.

***Banca Popolare di Novara*** (questionario in vigore nel 2015; non rilevabile data di aggiornamento)

L'informativa al Cliente circa le finalità che la sottoposizione del questionario intende perseguire, ossia un corretto e aderente disegno del profilo del Cliente, e, di conseguenza, circa l'importanza che il sottoscrittore si impegni a fornire informazioni complete,

veritiere, puntuali ed aggiornate, è inclusa in un documento allegato al questionario stesso, l'“Informativa preventiva”.

Il questionario, coerentemente con quanto previsto dalla normativa, è suddiviso nelle seguenti sezioni:

- “Obiettivi di investimento”
- “Conoscenze ed esperienze in materia di investimenti”
- “Situazione finanziaria”

Differentemente dagli altri questionari analizzati, tale intermediario pone ad *incipit* della rilevazione alcune domande in ordine alle finalità dell'investimento in raffronto al rischio, all'orizzonte temporale dell'investimento nonché al massimo livello di rischio che è disposto ad assumere. Nella formulazione dei quesiti è possibile rilevare come si cerchi di enfatizzare il legame esistente tra rischio / rendimento / *holding period*. Seppur la collocazione iniziale di domande così complesse all'interno del questionario potrebbe far presumere che l'intermediario cercasse di sfruttare il momento di massima attenzione del sottoscrittore per rilevare informazioni particolarmente rilevanti per la definizione del profilo di rischio, in realtà la finanza comportamentale ha evidenziato come occorra un lasso di tempo iniziale per poter riuscire a catturare l'attenzione dell'individuo, che raggiunge il picco massimo nelle domande centrali del questionario.

Anche in questo questionario, come in molti dei casi analizzati in precedenza, la rilevazione delle conoscenze è rimessa alle affermazioni dell'individuo, che è chiamato a

rispondere in maniera dicotomica circa la conoscenza delle diverse tipologie di strumenti finanziari.

In relazione alla situazione finanziaria, il questionario non rileva la stabilità del reddito fisso né, tantomeno, la composizione del nucleo familiare, che potrebbe viceversa avere impatti significativi sulla disponibilità finanziaria e sulla propensione al rischio del sottoscrittore.

Complessivamente, seppur la suddivisione del questionario risulti in linea con quanto previsto dalla normativa, la formulazione dei quesiti non consente di verificare il grado di effettiva conoscenza e consapevolezza del sottoscrittore circa i rischi derivanti dagli strumenti finanziari. La sezione relativa alla situazione finanziaria risulta poco efficace nel rilevare l'effettivo fabbisogno finanziario dell'individuo, da cui discende la disponibilità ad investire in strumenti più o meno rischiosi ovvero ad optare per *holding period* più o meno dilatati. Per finire nessun quesito è volto ad indagare la componente comportamentale dell'individuo e la sua reazione ad eventuali perdite inattese.

**Fideuram** (questionario in vigore nel 2015; non rilevabile data di aggiornamento)

Il questionario presenta un parte introduttiva volta a fornire al Cliente percezione in ordine all'importanza di fornire informazioni veritiere per la propria tutela.

Il questionario è suddiviso in sezioni, così suddivise:

- “Conoscenze ed esperienze in materia di investimenti”



- “Situazione finanziaria”
- “Obiettivi di investimento”

Anche in questo caso la rilevazione delle conoscenze è basata su quesiti a risposta dicotomica in relazione alla conoscenza delle differenti tipologie di strumenti finanziari. Sono inoltre presenti quesiti strutturati sotto forma di test a risposta multipla volti ad accertare conoscenze finanziarie di base del sottoscrittore, ossia volti ad accertare se l'investitore sia o meno a conoscenza del legame esistente tra rischio e rendimento di uno strumento finanziario, nonché a verificare se l'investitore sia consapevole dei prodotti caratterizzati da un maggiore o minore grado di rischiosità intrinseca.

Nella sezione obiettivi di investimento vengono fatte proprie alcune delle evidenze emerse dagli studi di finanza comportamentale: sono infatti presenti quesiti relativi alla scelta tra differenti tipi di lotterie, nonché viene indagata la reazione dell'individuo a movimenti positivi di mercato.

Il questionario soddisfa i requisiti imposti dalla normativa e sembra essere, all'interno del campione, uno dei questionari maggiormente strutturati (di concerto con il questionario di Sparkasse) e principalmente inclini ad una quantificazione veritiera della tolleranza al rischio e del profilo di rischio del sottoscrittore.

### 3.2.4 Analisi descrittiva degli item

Dall'analisi dei questionari emergono chiaramente differenze tra i diversi intermediari *in scope* in ordine al grado di rilevanza rappresentato dai diversi *item* di analisi.

Seppur, come sopra evidenziato, la totalità dei questionari presenti le caratteristiche minime imposte dalla normativa – ossia la rilevazione di (a) conoscenze in materia di investimenti; (b) situazione finanziaria; (c) obiettivi di investimento – essi nell'80% dei casi non recepiscono le principali indicazioni fornite dalla corrente comportamentale, né tantomeno risultano essere in linea con quanto suggerito dalle Linee Guida.

La tabella che segue vuole fornire una prima analisi descrittiva di alto livello per mettere in luce la diversa concentrazione dei quesiti nei differenti questionari analizzati, suddivisi per *item* di rilevazione.

<b>Banca</b>	<b>Conoscenza ed esperienza</b>	<b>Situazione finanziaria</b>	<b>Obiettivi di investimento</b>	<b>Totale</b>
Banca popolare di Vicenza / FarBanca	29	3	2	34
Sparkasse	20	7	6	33
Monte dei Paschi di Siena	26	3	3	32
Cassa di Risparmio del Veneto / Intesa Sanpaolo	6	2	4	12
Banca Sant'Elena	13	6	5	24
BPER	8	8	5	21
ICCREA	7	7	3	17
Fineco	14	6	3	23
Banca Unicredit	19	2	2	23
UBI Banca	14	8	4	26

Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza

Banca Popolare di Novara	13	3	3	<b>19</b>
Banca Fideuram	20	8	4	<b>26</b>
<b>Totale</b>	<b>189</b>	<b>64</b>	<b>44</b>	<b>293</b>

Tabella 4 – Clusterizzazione delle domande del questionario di adeguatezza (ante 2018)

I quesiti totali ammontano a 293: dalla tabella precedente è possibile chiaramente verificare come l’item “*Conoscenza ed esperienza*” rivesta una posizione numericamente dominante (62%) in raffronto alle altre variabili di rilevazione.

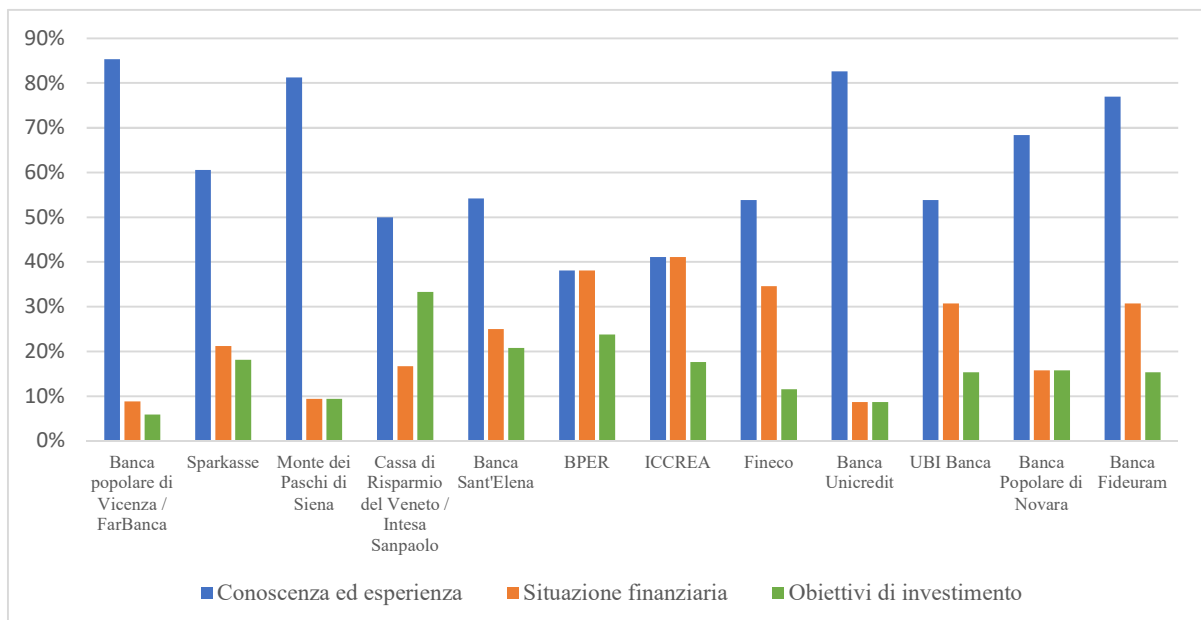


Grafico 1 – Clusterizzazione delle domande del questionario di adeguatezza (ante 2018)

Il grafico precedente mette in luce come, specialmente nei questionari caratterizzati da un elevato numero di quesiti, sia presente una disparità ancor più accentuata tra la rilevazione dell’item “*Esperienza e Conoscenza*” rispetto a “*Situazione finanziaria*” ed “*Obiettivi di investimento*”. Solo due questionari (BPER ed ICCREA), sui 12 totali

analizzati, risultano equilibrati per numero di quesiti appartenenti a ciascun *item* di rilevazione.

Si prosegue l'analisi esaminando più nello specifico le evidenze emerse in relazione a ciascun *item*.

### *Esperienze e conoscenze in materia di investimenti*

La conoscenza, che spesso viene stabilizzata dall'esperienza, è fondamentale per valutare quanto l'individuo comprenda il concetto di "rischio" dal punto di vista finanziario, testando la consapevolezza del *trade-off* esistente tra rischio e rendimento e la consapevolezza che i livelli di rischio e di rendimento variano al variare della durata dell'arco temporale (*holding period*) in cui viene effettuato l'investimento, con conseguenti effetti sulla definizione della tolleranza al rischio dell'investitore.

Il Legislatore individua tre insiemi di domande che dovrebbero comparire nei questionari relativamente a tale ambito, ossia:

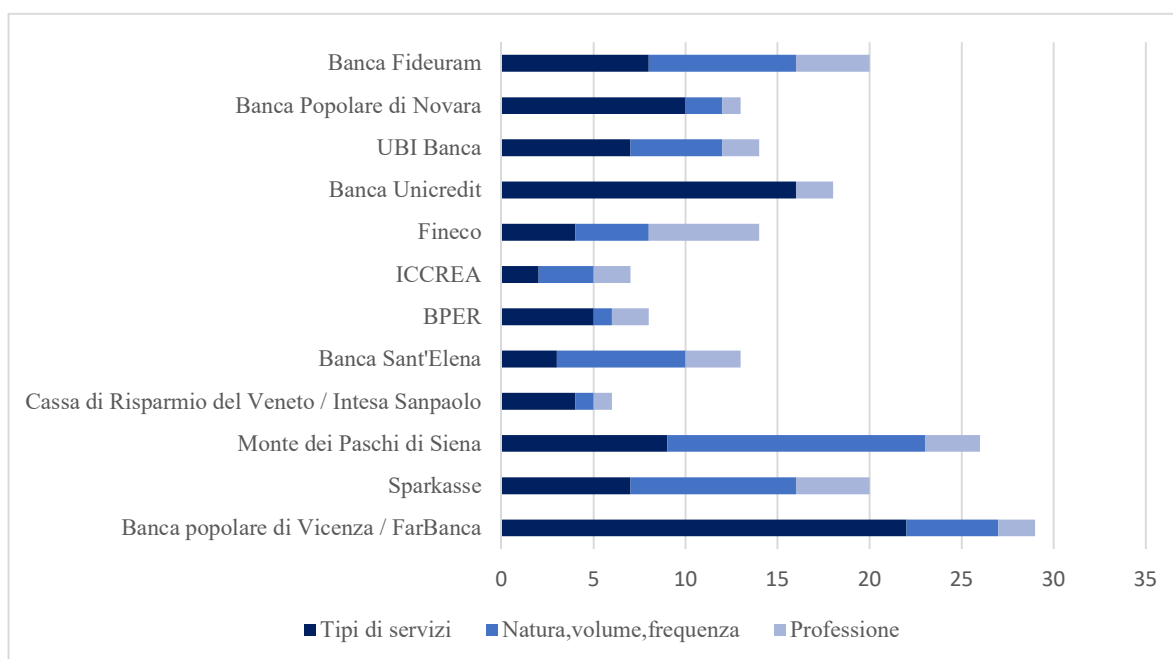
- (i) tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il Cliente ha dimestichezza;
- (ii) natura, volume e frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal Cliente e il periodo durante il quale tali operazioni sono state eseguite;
- (iii) livello di istruzione e/o professione del Cliente.

*Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza*

Nel set di informazioni in analisi sono stati rilevati i risultati seguenti:

<b>Banca</b>	<b>Tipi di servizi conosciuti</b>	<b>Natura, volume, frequenza</b>	<b>Formazione / Professione</b>
<i>Banca popolare di Vicenza / FarBanca</i>	22	5	2
<i>Sparkasse</i>	7	9	4
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	9	14	3
<i>Cassa di Risparmio del Veneto / Intesa Sanpaolo</i>	4	1	1
<i>Banca Sant'Elena</i>	3	7	3
<i>BPER</i>	5	1	2
<i>ICCREA</i>	2	3	2
<i>Fineco</i>	4	4	6
<i>Banca Unicredit</i>	16	0	2
<i>UBI Banca</i>	7	5	2
<i>Banca Popolare di Novara</i>	10	2	1
<i>Banca Fideuram</i>	8	8	4

**Tabella 5 – Clusterizzazione delle domande relative all’ambito “Esperienze e conoscenze” del questionario di adeguatezza (ante 2018)**

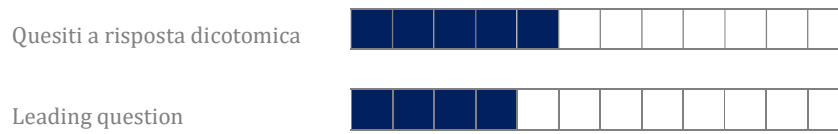


**Grafico 2 - Clusterizzazione delle domande relative all'ambito "Esperienze e conoscenze" del questionario di adeguatezza (ante 2018)**

Dalla tabella e dal grafico precedenti emerge come la maggior parte degli Intermediari, nella formulazione del questionario, abbia attribuito una valenza rilevante all'indagare le tipologie di strumenti finanziari conosciuti dal sottoscrittore, a discapito di informazioni quali la periodicità e il volume con cui il sottoscrittore stesso ha approcciato ai prodotti ovvero alla sua formazione scolastica e/o professionale. È possibile notare, inoltre, come in un questionario (nella fattispecie quello elaborato da Banca Unicredit) non sia presente alcun quesito inerente all'eventuale esperienza o approccio agli strumenti finanziari.

Con riferimento alle domande inerenti alle tipologie di servizi conosciuti, nella gran parte dei questionari sono presenti unicamente quesiti a risposta dicotomica o *leading question*, come si evince dalla rappresentazione seguente (n° domande appartenenti alla categoria indicata - celle colorate - rispetto al totale - sommatoria celle colorate e vuote).

*Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza*



**Grafico 3 - Numero quesiti a risposta dicotomica e *leading question* rispetto al totale dei quesiti inerenti le tipologie di servizi conosciuti**

In entrambe le strutturazioni non è possibile verificare se le risposte fornite dal sottoscrittore in relazione alla propria conoscenza siano o meno veritiere ed attendibili. Per di più un'impostazione delle domande di questo tipo può invogliare l'investitore a rispondere in forma "autovalutativa", inducendolo a mostrarsi "migliore" agli occhi dell'Intermediario rispetto alla realtà; questo desiderio di fornire una buona idea di sé può essere sia premeditata (la cosiddetta "*other reception*") oppure può essere inconscia (la cosiddetta "*self reception*").

Solo 3 questionari sui 12 analizzati presentano domande di verifica atte a testare la reale conoscenza dell'individuo, riprendendo concetti di base della tecnica finanziaria (quali ad esempio: rischio di cambio, rischio di mercato, rischiosità associata ai diversi strumenti finanziari). Il linguaggio utilizzato è talvolta (in particolare per Sparkasse) particolarmente tecnico e di difficile comprensione per coloro che non abbiano affrontato studi finanziari ovvero non abbiano lavorato in ambito bancario/finanziario.

Con riferimento alle domande inerenti alle tipologie di servizi conosciuti, esse per natura sono costituite da un'autoaffermazione del sottoscrittore. Dai questionari sottoscritti (che sono 7 sui 12 analizzati) sembra non siano presenti meccanismi di evidenziazione delle potenziali incoerenze. È stato infatti possibile verificare come a fronte di risposte affermative alle domande inerenti alla conoscenza dei diversi prodotti, il sottoscrittore

non avesse mai eseguito operazioni in ambito finanziario né tantomeno aveva seguito studi o professioni che lo avessero avvicinato a tali conoscenze. In nessuno dei questionari analizzati sono presenti quesiti in ordine alle fonti informative consultate dagli investitori, all'autonomia nel processo di scelta, né tantomeno agli esiti delle precedenti scelte d'investimento, che invece – come evidenziato dalla finanza comportamentale – potrebbero avere un rilevante impatto sulla valutazione dell'atteggiamento dell'individuo e, conseguentemente, sulla correzione dei meccanismi distorsivi (vedi *bias* ed euristiche).

Autovalutazione



**Grafico 4 – Numero quesiti strutturati in modo da prevedere un’autovalutazione rispetto al totale dei quesiti inerenti le tipologie di servizi conosciuti**

L’ambito della formazione e della professione costituiscono l’aspetto meno indagato dai questionari, anche se potrebbe effettivamente fungere da indice di verifica per valutare la bontà delle risposte alle domande precedenti che, come si è visto, tendono a fare indebitamente affidamento sulle affermazioni del sottoscrittore. In alcuni casi il livello di istruzione è inserito nella sezione anagrafica e sembra non contribuire all’implementazione di un punteggio nell’ambito della rilevazione delle conoscenze e dell’esperienza. Spesso, inoltre, non viene specificata la natura (ad esempio economica o finanziaria) dell’eventuale titolo di studio conseguito.



*Situazione finanziaria*

La trattazione procede con l'analisi di come venga rilevata, nei questionari del campione di riferimento, la situazione finanziaria del sottoscrittore, ossia la capacità di sostenere e gestire il rischio (cosiddetta capacità di rischio oggettiva), che costituisce uno degli aspetti di multidimensionalità di cui la tolleranza al rischio si compone. Tale aspetto si concretizza non solo nel binomio reddito-patrimonio presente, ma comprende anche le aspettative reddito-patrimonio prospettiche.

Il Legislatore individua tre insiemi di domande che dovrebbero comparire nei questionari relativamente a tale ambito, ossia:

- (i) fonte e consistenza del reddito regolare;
- (ii) fonte e consistenza delle attività, ivi comprese le attività liquide, gli investimenti e i beni immobili;
- (iii) consistenza degli impegni finanziari regolari.

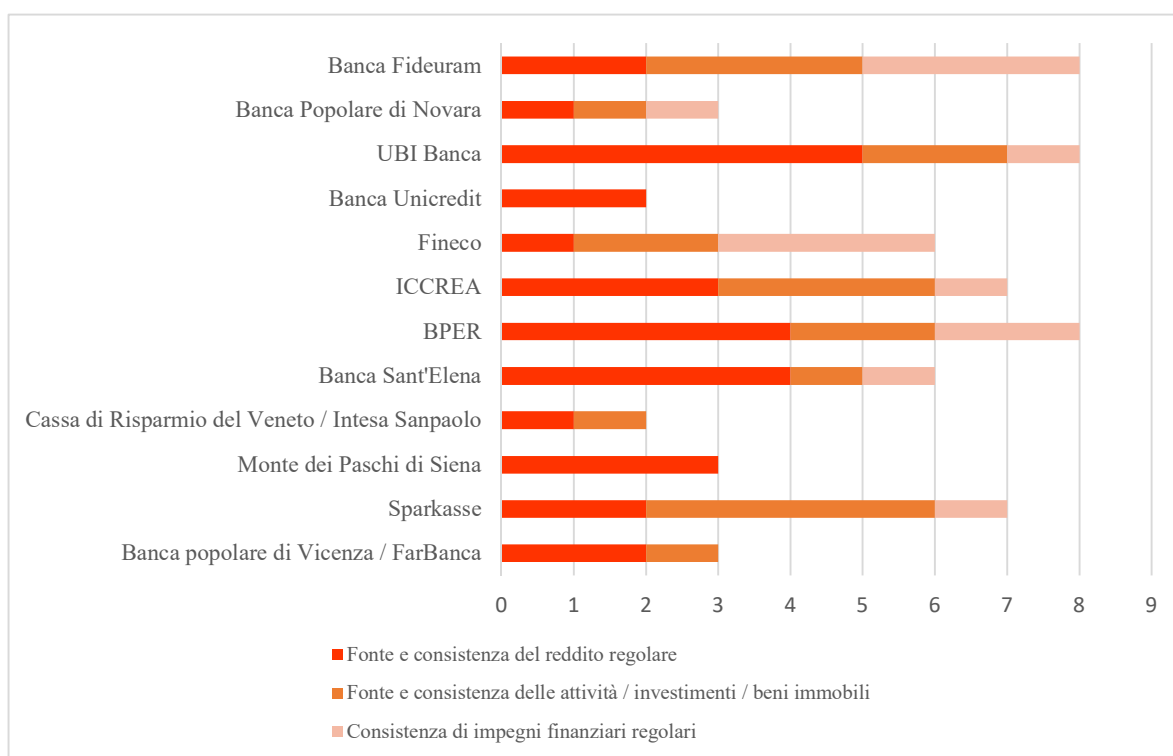
Nel *set* di informazioni in analisi sono stati rilevati i risultati seguenti:

<b>Banca</b>	<b>Fonte e consistenza del reddito regolare</b>	<b>Fonte e consistenza delle attività / investimenti / beni immobili</b>	<b>Consistenza di impegni finanziari regolari</b>
<i>Banca popolare di Vicenza / FarBanca</i>	2	1	0
<i>Sparkasse</i>	2	4	1
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	3	0	0
<i>Cassa di Risparmio del Veneto / Intesa Sanpaolo</i>	1	1	0
<i>Banca Sant'Elena</i>	4	1	1
<i>BPER</i>	4	2	2

Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza

ICCREA	3	3	1
Fineco	1	2	3
Banca Unicredit	2	0	0
UBI Banca	5	2	1
Banca Popolare di Novara	1	1	1
Banca Fideuram	2	3	3

**Tabella 6 - Clusterizzazione delle domande relative alla "Situazione finanziaria" del questionario di adeguatezza (ante 2018)**



**Grafico 5 - Clusterizzazione delle domande relative alla "Situazione finanziaria" del questionario di adeguatezza (ante 2018)**

Dalla tabella e dal grafico precedenti emerge come la maggior parte degli Intermediari, nella formulazione del questionario, abbia attribuito una valenza rilevante all'indagare la fonte e la consistenza del reddito nonché le eventuali altre attività, investimenti o beni immobili, a discapito di informazioni relative alla quantificazione degli impegni finanziari

regolari, variabile che risulta non essere rilevata nel 30% dei casi. In taluni casi, inoltre, è possibile evidenziare come l'unica variabile ad essere rilevata sia la consistenza e la fonte del reddito. Tale circostanza porta a non considerare, nell'attività di profilatura, aspetti che hanno particolare influenza nelle scelte degli individui che, come si è avuto modo di apprendere nei capitoli che precedono, sono indotti ad utilizzare in maniera più o meno accorta il denaro in funzione della provenienza dello stesso (cosiddetta contabilità mentale). Inoltre, con riferimento alla fonte del reddito, solo un questionario sui 12 analizzati presenta una domanda specifica sulla fattispecie di contratto di lavoro, nonostante anche tale circostanza abbia dei riflessi sulle scelte dell'individuo e sulla sua propensione al rischio. È stato osservato, dagli studi di finanza comportamentale, come la scelta d'investimento sia influenzata dalla sicurezza/insicurezza dei guadagni. Infine, nel set di domande attinenti alla capacità di risparmio, ove presenti, solo 3 questionari presentano domande in merito allo stato di famiglia, nonostante l'evidenza empirica dimostri come concorra alla scelta d'investimento ed influenzi la propensione al rischio la circostanza che colui che si appresta ad effettuare una scelta d'investimento sia una persona single ovvero un coniugato con figli a carico.

Da notare come nessuno dei questionari presenti domande inerenti previsioni di mutamento in ordine all'entità delle uscite regolari, né tantomeno riguardo alla consistenza del reddito del coniuge o del convivente, nonostante anche tali indicatori si è dimostrato possano influenzare la capacità di rischio oggettiva (ossia misurabile) dell'individuo.

Obiettivi di investimento

La propensione al rischio, vale a dire (a) l'atteggiamento che gli individui mostrano nei confronti del rischio (che rimanda al binomio rischio-rendimento oggetto di studio della teoria finanziaria classica), assieme (b) all'attitudine al rischio, la quale definisce le emozioni ed i sentimenti che possono essere suscitati in una persona dal sostenimento di rischio finanziario, contribuisce alla rilevazione della tolleranza al rischio dell'individuo.

Il Legislatore individua tre insiemi di domande che dovrebbero comparire nei questionari relativamente a tale ambito, ossia:

- (i) *holding period* preferito dal Cliente;
- (ii) finalità dell'investimento;
- (iii) preferenze in materia di rischio e profilo di rischio.

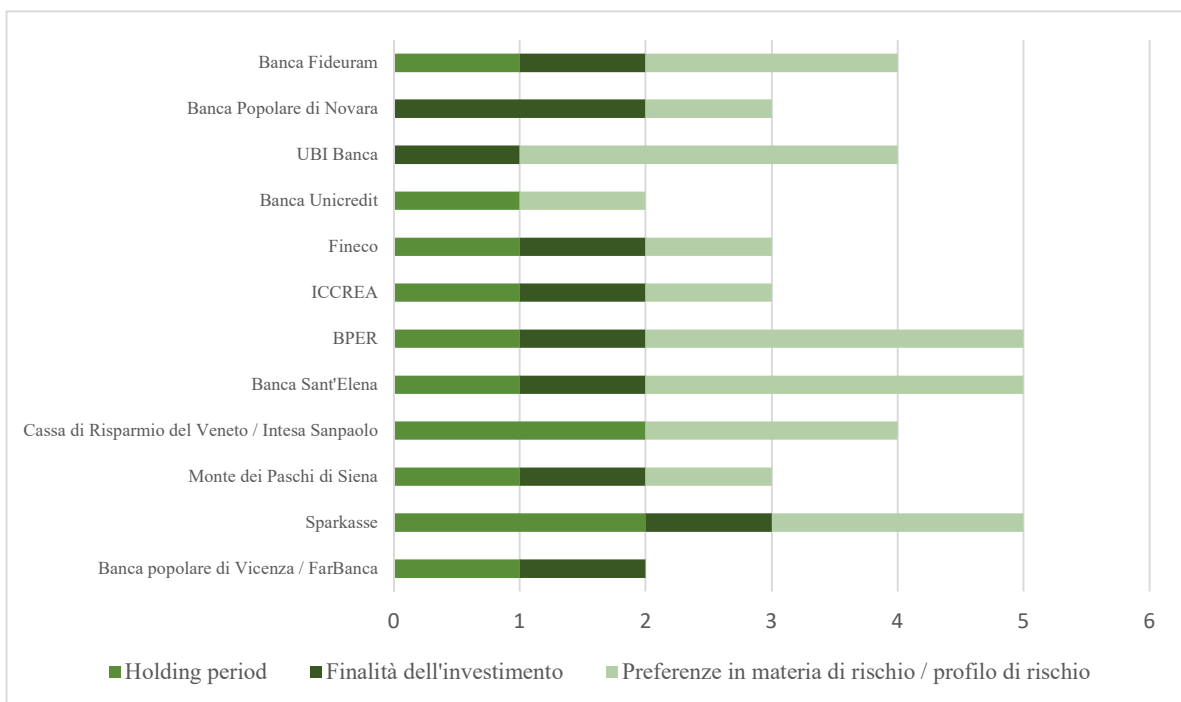
Nel set di informazioni in analisi sono stati rilevati i risultati seguenti:

<b>Banca</b>	<b>Holding period</b>	<b>Finalità dell'investimento</b>	<b>Preferenze in materia di rischio / profilo di rischio</b>
<i>Banca popolare di Vicenza / FarBanca</i>	1	1	0
<i>Sparkasse</i>	2	1	2
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	1	1	1
<i>Cassa di Risparmio del Veneto / Intesa Sanpaolo</i>	2	0	2
<i>Banca Sant'Elena</i>	1	1	3
<i>BPER</i>	1	1	3
<i>ICCREA</i>	1	1	1
<i>Fineco</i>	1	1	1

*Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza*

Banca Unicredit	1	0	1
UBI Banca	0	1	3
Banca Popolare di Novara	0	2	1
Banca Fideuram	1	1	2

**Tabella 7 - Clusterizzazione delle domande relative agli "Obiettivi di investimento" del questionario di adeguatezza (ante 2018)**



**Grafico 6 - Clusterizzazione delle domande relative agli "Obiettivi di investimento" del questionario di adeguatezza (ante 2018)**

Come è possibile notare dal grafico precedente, nel 42% dei casi i questionari non sono strutturati in maniera tale da indagare tutti gli aspetti previsti dalla MiFID.

La tipologia di domande sulle quali gli Intermediari mediamente prestano maggior interesse è relativa alle preferenze in materia di rischio e/o il profilo di rischio. Tuttavia,

quasi nella totalità dei casi viene stimolata un'“autovalutazione” da parte del Cliente, che è chiamato ad esprimere quale sia a suo giudizio la propria attitudine e capacità di rischio.

Autovalutazione



**Grafico 7 – Numero quesiti strutturati in modo da prevedere un'autovalutazione rispetto al totale dei quesiti inerenti gli “Obiettivi di investimento”**

Per la valutazione della propensione al rischio i questionari si focalizzano sul binomio rischio-rendimento preferito dall'investitore, nonché sull'*holding period* che, però, in alcuni casi non è univoco.

Per la valutazione dell'attitudine al rischio che si manifesta in domande di natura psicologica inerenti all'aspetto emotivo e sulla reazione in caso di avvenimenti negativi di natura finanziaria e di avversione alle perdite, solo 3 questionari sembrano essere strutturati in maniera tale da poter cogliere quest'aspetto:

- all'interno di un questionario è presente una domanda contenente una simulazione di differenti casistiche possibili di rendimenti in un orizzonte temporale di 5 anni; tale simulazione è presentata tramite un grafico che illustra cinque differenti scenari possibili di evoluzione dei rendimenti negli anni futuri. Questa impostazione può essere interpretata come un mezzo utilizzato dall'ente creditizio al fine di rappresentare al Cliente, in maniera più chiara e più visibile, i diversi scenari di investimento;
- all'interno di 2 questionari l'investitore viene posto di fronte alla decisione di dover scegliere tra due lotterie, a ciascuna delle quali sono associate vincite

diverse con probabilità diverse, secondo gli esempi forniti dalla teoria finanziaria classica.

Attitudine al rischio



**Grafico 8 – Numero di questionari che presentano quesiti strutturati sotto forma di scelta tra lotterie**

Solo nel 30% dei questionari analizzati viene indagata l'avversione ad andamenti negativi dell'investimento, intesa quale capacità emotiva di far fronte alle perdite.

Avversione alle perdite



**Grafico 9 – Numero questionari che presentano quesiti atti ad indagare l'atteggiamento emotivo verso le perdite**

Tale analisi dimostra come la misurazione della variabile emotiva, che gioca un ruolo fondamentale nella definizione del *customer profile*, non è indagata in maniera consistente all'interno dei questionari, che spesso sono stati percepiti solo alla stregua di ottemperanza ad una norma di legge, piuttosto che come uno strumento in grado di creare trasparenza nel rapporto Intermediario – Cliente, ottimizzando i ritorni da entrambe le parti: (i) in ottica di soddisfazione delle aspettative del Cliente, nonché (ii) nella costruzione di una relazione stabile e duratura tra le parti.

In generale, i questionari, seppur in linea generale rispettino i tre ambiti di indagine imposti dalla normativa (conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento), spesso non presentano quesiti in grado di dare copertura a tutte le sfaccettature delle quali detti ambiti si compongono:

- la quasi totalità del campione in analisi rispetta unicamente le prescrizioni minime dettate dalla MIFID1 e non considera le evoluzioni dettate dalla disciplina comportamentale;
- nell'indagare le conoscenze degli investitori i questionari sono risultati poco consistenti ed attendibili, facendo unicamente affidamento all'autovalutazione del sottoscrittore e non ponendo attenzione alla verifica della veridicità delle stesse;
- nella rilevazione della situazione finanziaria degli investitori i questionari si concentrano sul reddito attuale, non rilevando le eventuali aspettative future né tantomeno le variabili sociometriche (età, composizione del nucleo familiare, stato civile), che hanno influenza sulla tolleranza al rischio e sulle esigenze del sottoscrittore;
- nella rilevazione degli obiettivi d'investimento non viene adeguatamente indagata la capacità emotiva di assumere il rischio (ove valutata si basa su un'autovalutazione), né tantomeno l'atteggiamento emotivo alle perdite.

In relazione all'architettura dei questionari, studi di finanza comportamentale hanno messo in risalto l'ordine con il quale dovrebbero essere preferibilmente somministrate le domande all'interno del questionario: allo scopo di distribuire in modo equo la concentrazione del lettore nel passaggio da un quesito a quello successivo, si consiglierebbe di inserire quesiti che richiedono un alto livello di concentrazione – di carattere più “tecnico”- nella parte iniziale e/o centrale, e di lasciare le domande che prevedono risposte più immediate – prevalentemente di tipo socio-demografico- alla fine. La logica sottostante a tale indicazione è di evitare di porre domande più complicate



quando il Cliente presenta un grado di concentrazione più basso (quindi verso la fine, in quanto al Cliente sono già state somministrate diverse domande in precedenza e quindi il suo livello di impegno tende ad abbassarsi) ed, allo stesso tempo, evitare di iniziare un questionario con quesiti troppo complicati (al fine di evitare che il lettore possa essere subito “intimorito” da un livello tecnico eccessivo). Ciò implica che il posizionamento valutato maggiormente opportuno per porre domande che richiedono un maggiore grado di elaborazione sarebbe quello “intermedio”, lasciando all’inizio ed alla fine quesiti non eccessivamente impegnativi.

Nei questionari in esame tali indicazioni non sono adeguatamente rispettate: nel campione analizzato le domande introduttive prevedono risposte immediate, dal momento che riguardano lo *status* anagrafico della persona intervistata (dati anagrafici, professione, genere), mentre le domande finali presentano spesso un livello di impegno medio-alto, poiché riguardano principalmente obiettivi di investimento/attitudine o propensione al rischio.

Sembra invece che sia rispettata l’indicazione del posizionamento di quesiti “complicati” in posizione intermedia: nel campione analizzato le domande ad elevato contenuto “tecnico” (come ad esempio la conoscenza di strumenti finanziari specifici, la conoscenza del grado di diversificazione del rischio e dei rischi connessi al tasso di cambio, binomio rischio/rendimento, aspettative future su reddito e spesa) sono posizionate nella parte intermedia.

Con riferimento al registro linguistico utilizzato, le indicazioni provenienti dalla letteratura consigliano di impiegare termini non eccessivamente complicati ed aventi un significato preciso, unico ed oggettivo. Nel campione di questionari esaminato, il principale limite riscontrato è la mancanza in molteplici quesiti delle proprietà di precisione, unicità ed oggettività richieste: tale mancanza è riscontrabile in particolar modo all'interno dei *set* di domande relative all'*item* "Esperienza e Conoscenza" e "Obiettivi di investimento".

Con riferimento all'influenza che rivestono le variabili socio-demografiche nella rilevazione della tolleranza al rischio e, pertanto, nel processo di scelta, la letteratura comportamentale evidenzia quali aspetti di maggior interesse: età, stato civile e numero di familiari a carico, livello di istruzione e livello di conoscenza in ambito finanziario, genere, situazione reddituale. Nonostante le oggettive difficoltà nella rilevazione dei possibili collegamenti tra la tolleranza al rischio e tali fattori, alcune ricerche effettuate a partire da casi pratici hanno messo in risalto alcuni risultati interessanti.

Per quanto riguarda l'*età* sembra che esista una relazione inversamente proporzionale tra tale variabile e l'intensità del rischio che il Cliente è disposto a sopportare: al crescere dell'età dell'intervistato, il livello di rischio per lui accettabile diminuisce. A questa relazione sono state attribuite differenti interpretazioni: (i) all'aumentare dell'età l'individuo, aspettandosi di avere un periodo futuro per coprire eventuali perdite minore rispetto ad un individuo più giovane, preferisce investimenti meno rischiosi; (ii) avanzando con l'età l'individuo tende a diventare più "maturo" ed a preferire situazioni che presentino un basso grado di rischio e un maggior grado di stabilità.

Per quanto riguarda lo *stato civile* e l'eventuale *numero di familiari a carico* è stata provata una relazione inversamente proporzionale tra lo *status* "coniugato" e/o "con familiari a carico" ed il livello massimo di rischio sopportabile: l'interpretazione di questa evidenza è stata attribuita alla quantità di impegni e di vincoli a cui deve sottostare un individuo sposato e con famiglia rispetto ad individui non sposati e senza persone a carico.

Riguardo al *titolo di studio ed alle conoscenze in campo finanziario*, sembra che un grado più elevato di istruzione e maggiori competenze più specificatamente nel settore economico e finanziario conducano il soggetto ad effettuare scelte corrispondenti a situazioni caratterizzate da un livello di rischiosità più elevato: tale risultato può essere interpretato come una capacità di muoversi con maggiore abilità nelle decisioni grazie al *background* di conoscenze – che possono essere sia generali sia in ambito prettamente finanziario – che l'investitore possiede, le quali gli attribuiscono una maggior consapevolezza e lo incentivano ad accettare situazioni con rischi anche molto elevati. In questo contesto sembra che la cultura posseduta convinca la persona di poter avere una maggior padronanza del rischio potenziale che potrebbe sopportare.

Riguardo al *genere*, è stato evidenziato come gli uomini siano tendenzialmente maggiormente disposti a sopportare un rischio maggiore rispetto alle donne: sembra che il genere femminile non sia particolarmente propenso a provare "emozioni" e "sentimenti" collegati al concetto di rischio.

Infine, in relazione alla variabile *reddituale* la conclusione ricavata da ricerche applicate a casi reali dimostra una relazione direttamente proporzionale tra livello di reddito o di patrimonio e tendenza a sopportare rischi maggiori.

Tali variabili socio-demografiche sono scarsamente indagate nel campione di questionari analizzati: spesso, inoltre, alcune informazioni vengono trattate nella parte introduttiva del questionario e non sembrano essere presi in considerazione nel calcolo del *customer profile* e, di conseguenza, nella misurazione della tolleranza al rischio.

Negli 8 questionari reperiti in stato “compilato” non è sempre riscontrabile il legame tra la tolleranza al rischio e le variabili socio demografiche di cui sopra: la quasi totalità dei sottoscrittori si è dichiarata propensa al rischio, nonostante differenze di genere, età, stato civile, stato familiare, percorso di studi o reddito. Tale evidenza è ulteriore dimostrazione della parziale inattendibilità degli strumenti di rilevazione, considerati un mezzo imprescindibile per poter accedere ad investimenti, spesso inappropriati, ma da cui il sottoscrittore si aspettava profitti ingenti, non avendo chiaro il legame che tali rendimenti avessero con la natura rischiosa dell’investimento stesso.

### **3.3 Il 2018: Come sta cambiando la fase di profilatura in ottica MiFID2**

Come si è avuto modo di approfondire nei precedenti capitoli (si veda, in particolare, capitolo 1 *Il contesto normativo di riferimento*), il Legislatore è intervenuto, rafforzando – tra gli altri – la valutazione di adeguatezza, nell’ottica di garantire maggiore affidabilità alle informazioni rese dall’investitore.

In particolare:

- le modalità con cui sono esposti i quesiti del questionario non devono essere formalizzati in maniera tale da influenzare le risposte del Cliente;
- i quesiti devono essere esposti in maniera chiara e facilmente comprensibile;
- gli Intermediari devono individuare – per quanto sia possibile – la reale tolleranza al rischio dell’investitore, testandone il processo di scelta in ragione di differenti scenari ed evidenziando le eventuali incoerenze;
- gli Intermediari devono porre attenzione alla capacità emotiva dell’investitore di sostenere eventuali perdite.

Si propone di seguito una disamina di un campione di questionari in vigore da gennaio 2018, ossia dall’entrata in vigore della MiFID2.

Il campione recuperato per il periodo in oggetto ed in relazione ai quali è stata strutturata l’analisi è costituito da 6 questionari di adeguatezza, utilizzati dai seguenti intermediari:

- i. FarBanca*
- ii. Banca Monte dei Paschi di Siena*
- iii. BPER*
- iv. Cassa Centrale Banca*
- v. UBS*
- vi. Banca Fineco*

Analogamente all’analisi effettuata nel precedente paragrafo, si ritiene utile – nell’ottica di fornire una visione ad alto livello della struttura dei questionari *compliant* a MiFID2 –

*Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza*

fornire un quadro in ordine alla numerosità dei quesiti costituenti i questionari stessi, quale primo indicatore del grado di approfondimento con il quale viene indagato il *customer profile*. La tabella di seguito illustra le risultanze di quanto appena enunciato:

<b>Banca</b>	<b>Numero totale di domande</b>
<i>FarBanca</i>	41
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	21
<i>BPER</i>	33
<i>Banca Popolare Valconca</i>	33
<i>Cassa Centrale Banca</i>	22
<i>UBS</i>	48
<i>Banca Fineco</i>	19

**Tabella 8 - Numero di domande totali per questionario (post 2018)**

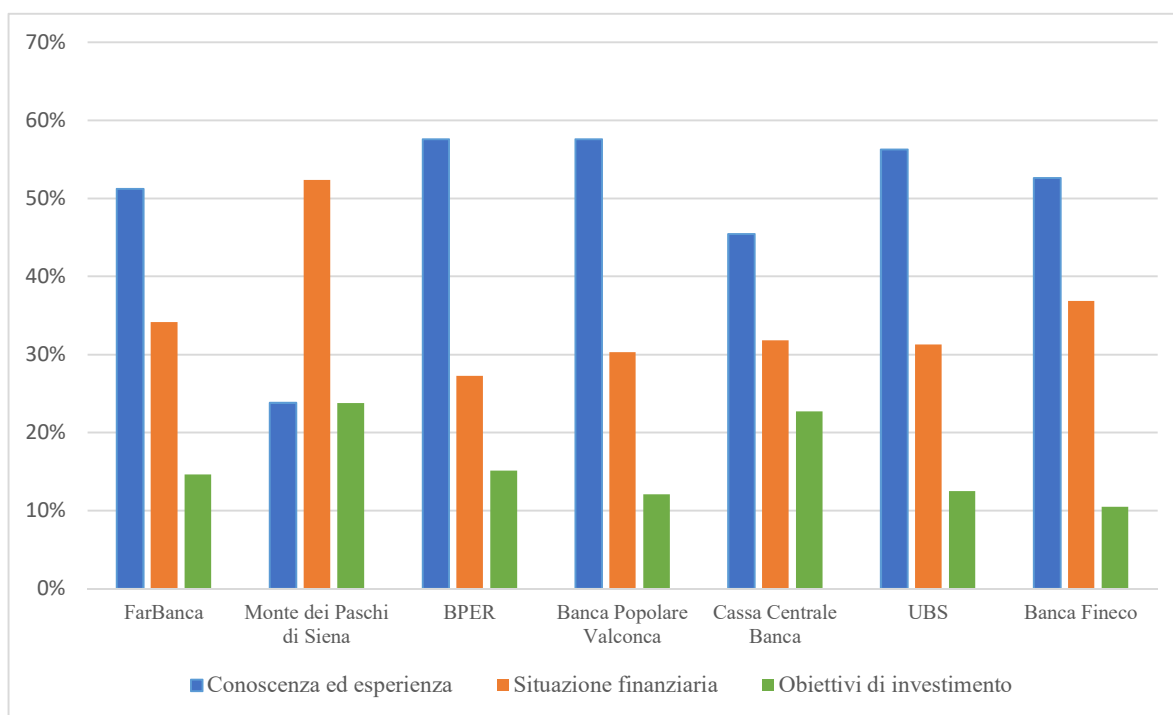


Grafico 10 - Clusterizzazione delle domande del questionario di adeguatezza (post 2018)

Rispetto ai questionari *compliant* a MiFID1, il numero medio di quesiti per ciascun questionario è aumentato: il numero minimo dei quesiti registrati è 19 (contro i 12 dei precedenti questionari), il numero massimo dei quesiti per questionario è 48 (contro i 34 dei precedenti questionari).

A livello generale, inoltre, è possibile notare che, nonostante la tendenziale prevalenza delle domande relative all'*item* Esperienza e Conoscenza, risulta meno evidente la preponderanza numerica dello stesso in raffronto agli altri due ambiti di rilevazione: ciò potrebbe essere indice di una struttura complessiva maggiormente equilibrata.

Venendo, ora, agli aspetti di conformità alla normativa emanata dalle Autorità di Vigilanza in materia, si analizzano di seguito, come svolto nel precedente paragrafo, le aree tematiche indagate dai questionari, verificando l'aderenza degli stessi ai pilastri di (i)

esperienza e conoscenza, (ii) situazione finanziaria, nonché (iii) obiettivi finanziari, nonché verificando se sono state recepite le raccomandazioni di miglioramento degli stessi, utilizzando gli spunti rinvenuti dalla *behavioural finance*.

**FarBanca (questionario aggiornato nel 2018)**

Il questionario viene introdotto da un paragrafo in cui il sottoscrittore (ossia il potenziale investitore) dichiara di essere stato informato in merito alle finalità e al funzionamento del questionario stesso. A conclusione del paragrafo è inserita un'ulteriore frase in cui il sottoscrittore dichiara di fornire informazioni veritiere, complete e corrispondenti alla situazione in cui lo stesso si trova al momento della sottoscrizione.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come così riportate:

- “Conoscenza”
- “Esperienza”
- “Situazione finanziaria”
- “Orizzonte temporale”
- “Propensione al rischio”

La suddivisione grafica dei quesiti è chiaramente distinguibile ed aderente a quanto previsto dalla normativa, con la sola differenza che gli obiettivi di investimento vengono trattati all'interno di due sezioni distinte, una attinente l'*holding period*, l'altra attinente alla propensione al rischio.



All'interno della sezione Conoscenza vengono indagate in maniera dettagliata anche le caratteristiche attinenti al percorso formativo e professionale del sottoscrittore, che prima, al contrario, venivano inseriti all'interno della rilevazione dei dati anagrafici e non risultavano capaci nel fornire informazioni esaustive sull'attinenza dell'attività formativa e/o professionale alle materie di natura economico/finanziaria cui la rilevazione è rivolta.

L'impostazione delle domande è atta ad indagare l'effettiva conoscenza del Cliente: i quesiti sono formulati sotto-forma di test e la risposta presuppone la conoscenza di aspetti finanziari di base (ad esempio, il legame rischio-rendimento) e specifici (ad esempio, il merito creditizio, gli effetti del *bail in* sugli strumenti finanziari). La sezione Esperienza è composta da quesiti in merito all'operatività del sottoscrittore in strumenti finanziari: sono inoltre previsti meccanismi di valutazione dell'attendibilità delle risposte rese dall'investitore, attraverso automatismi che consentono di estrarre l'operatività in strumenti finanziari del sottoscrittore presso la Banca.

La sezione Situazione Finanziaria, oltre ad indagare la fonte di reddito, la consistenza del patrimonio complessivo e/o degli impegni finanziari regolari, recepisce le evidenze emerse dalla finanza comportamentale, tramite l'istituzione di domande relative alla situazione socio-demografica (stato civile, sicurezza dei guadagni, stato di famiglia).

Infine le sezioni Orizzonte Temporale e Propensione al rischio (ciò che la normativa clusterizza nell'ambito obiettivi di investimento) sembrano recepire gli spunti emersi dagli studi di finanza comportamentale: sono presenti quesiti relativi alla potenziale reazione del sottoscrittore a fronte di andamenti negativi degli investimenti e,

soprattutto, sono presenti un paio di quesiti atti a verificare gli esiti delle scelte passate e le reazioni emotive che le scelte passate hanno avuto sul sottoscrittore. Tali informazioni potrebbero essere utilizzate dall'Intermediario per correggere eventuali distorsioni quali, ad esempio, l'iperottimismo.

In linea generale il questionario, di cui nel paragrafo precedente si era analizzata la versione *compliant* a MiFID1 è notevolmente migliorato e si ritiene essere uno strumento discretamente attendibile per la definizione del *customer profile*.

**Monte dei Paschi di Siena (questionario aggiornato nel 2018)**

Il questionario si apre con un paragrafo introduttivo finalizzato ad informare il potenziale investitore circa le finalità che il questionario persegue, ossia la verifica che l'operazione che il Cliente si accinge ad effettuare corrisponda ai suoi reali obiettivi, che sia di natura tale da essere finanziariamente sostenibile e dallo stesso e che siano chiari i rischi sottesi all'investimento. Inoltre tale premessa comprende una breve definizione delle diverse sezioni di cui il questionario risulta composto e dei diversi profili che possono risultare per ciascun particolare *item* di rilevazione.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come di seguito riportate:

- "Esperienza / conoscenza"
- "Obiettivo d'investimento"
- "Orizzonte temporale"

Dalla suddivisione riportata sembra essere assente la sezione relativa alla situazione finanziaria, che in realtà è presente ma inserita all'interno della sezione Obiettivo d'investimento. A livello grafico e contenutistico non risulta essere presente una chiara distinzione tra le sezioni, che non sono tra loro chiaramente distinguibili, ma si confondono tra i quesiti.

La sezione Esperienza/Conoscenza presenta quesiti in ordine al titolo di studio (non differenziando se trattasi di studi economico/finanziari), alla professione e all'eventuale operatività in strumenti finanziari. Non sono presenti domande a batteria o domande guidate. In ogni caso non viene posta attenzione al legame esistente tra rischio e rendimento e non vengono analizzate con dettaglio le conoscenze finanziarie del sottoscrittore, neanche in relazione ad aspetti di base della teoria economico/finanziaria.

In merito all'obiettivo di investimento le domande sono strutturate con molteplici opzioni di risposta, discretamente articolate e che prevedono una scelta tra differenti possibili scenari di investimento. Non sembrano essere presenti meccanismi di evidenziazione delle incoerenze: nelle finalità ed esigenze di investimento il sottoscrittore ha potuto rispondere contemporaneamente sia in maniera avversa al rischio (*"proteggere il valore del capitale reale nel tempo"*), sia in maniera altamente propensa al rischio (*"accrescere significativamente il capitale nel medio/lungo periodo sfruttando il potenziale di mercato"*).

La situazione finanziaria, come precedentemente richiamato, è inclusa nella sezione Obiettivi di investimento. Oltre alle domande attinenti alla consistenza e alla fonte della

ricchezza posseduta, viene posta attenzione allo stato civile e familiare (composizione del nucleo familiare, quante persone del nucleo familiare sono percettori di reddito).

Il questionario termina con l'esito della profilatura suddiviso per *item* di rilevazione, che il Cliente è chiamato a sottoscrivere. Anche in questo caso è possibile verificare l'assenza di meccanismi atti a correggere le incoerenze, oltreché notare come ogni sezione del questionario venga trattata come *item* a sé stante, non contribuendo ad un disegno univoco del profilo del Cliente: nella fattispecie in esame, l'esito della profilatura evidenzia un obiettivo di investimento con tolleranza al rischio medio/alta e situazione finanziaria con alta capacità di sostenere le perdite, nonostante un livello di conoscenza risultato minimo.

**BPER (questionario aggiornato nel 2018)**

Il frontespizio del questionario è costituito da un'introduzione relativa agli adempimenti previsti dalla MiFID2, nonché alle finalità del questionario. Anche in questo caso viene posta evidenza all'importanza di fornire informazioni corrette, esaustive e veritiere nella compilazione del questionario, nell'ottica di agire nel miglior interesse del sottoscrittore. Viene inoltre richiamata la necessità di comunicare tempestivamente qualsiasi atto o fatto che possa modificare il profilo di rischio del sottoscrittore.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come di seguito riportate:

- “Verifica delle informazioni anagrafiche”

- “Definizione dello status”
- “Rilevazione dell’obiettivo di investimento”
- “Rilevazione della conoscenza e della esperienza”
- “Rilevazione della situazione finanziaria”
- “Rilevazione delle informazioni aggiuntive per prodotti finanziari illiquidi”
- “Rilevazione delle informazioni sui prodotti finanziari assicurativi”
- “Rilevazione della conoscenza e dell’obiettivo per gestioni”
- “Rilevazione della conoscenza, dell’esperienza e dell’obiettivo per i derivati OTC utilizzati a fini di copertura”<sup>39</sup>

Le sezioni, che rispondono a quanto imposto dalla normativa, sono tra loro chiaramente distinguibili e, complessivamente, il questionario è di agevole lettura, caratterizzato da una adeguata grandezza del *font*, come nel questionario MiFID1 dello stesso Intermediario.

Anche nella rielaborazione di questa versione, nel questionario le informazioni prettamente anagrafiche e attinenti allo stato di famiglia, professione e titolo di studio del sottoscrittore sono contenute all’interno della sezione introduttiva, con la conseguente ipotesi che le stesse possano non incidere sul processo di elaborazione algoritmica dei risultati del questionario: ciò a discapito dei riflessi che tali aspetti possono avere sui processi di scelta in condizioni di incertezza.

---

<sup>39</sup> Le ultime quattro sezioni del questionario non sono rilevanti all’oggetto della presente trattazione

La sezione relativa agli obiettivi di investimento è introdotta da un paragrafo in cui viene esplicitata la connessione esistente tra rischio e rendimento, come da Linee Guida ESMA. La sezione presenta domande di natura comportamentale attinenti alla reazione ad eventuali perdite nonché alla massima perdita che il sottoscrittore stesso sarebbe disposto a sopportare.

La sezione relativa alla rilevazione del grado di conoscenza ed esperienza è stata totalmente rivisitata rispetto al precedente questionario (ove era strutturata per la quasi totalità da *leading questions*). La nuova formulazione consente di valutare l'effettiva conoscenza del sottoscrittore, giacché i quesiti costituiscono una sorta di test di verifica in ordine alle principali caratteristiche di differenti strumenti finanziari; tuttavia è data la facoltà al sottoscrittore di non rispondere (trattasi di risposte non obbligatorie) e la cui mancata risposta non inibisce la profilatura del Cliente. Le uniche due domande obbligatorie attengono al grado con cui il Cliente opera o ha operato in strumenti finanziari, nonché alla fonte delle conoscenze in ambito finanziario: entrambe le risposte presuppongono l'autocertificazione del sottoscrittore.

La rilevazione della situazione finanziaria, diversamente dalla maggioranza dei questionari analizzati, non richiede informazioni in relazione alla regolarità delle fonti di reddito, ma si basa unicamente sulla rilevazione *as-is*.

Complessivamente il questionario, seppur rispondente ai requisiti imposti dalla normativa, concedendo al Cliente la facoltà di non rispondere alle domande, potrebbe portare ad una profilatura per gran parte affidata all'autovalutazione del sottoscrittore.

***Banca Popolare Valconca*** (questionario aggiornato nel 2018)

Il questionario viene introdotto da un paragrafo informativo che ha lo scopo di rendere edotto il sottoscrittore circa lo scopo del questionario, le sezioni componenti lo stesso e le principali informazioni afferenti ciascuna sezione, nonché cosa sottende la valutazione di adeguatezza e l'importanza che la raccolta delle informazioni sia costantemente aggiornata. Nel *set* informativo introduttivo viene inoltre posta particolare attenzione, supportata anche dalla grafica con cui tale tema è presentato all'interno del questionario, a cosa s'intenda per "obiettivo d'investimento" e alla spiegazione del legame esistente tra rischio e rendimento di un investimento finanziario, quest'ultimo supportato da esempi numerici e grafici (coerentemente con l'importanza attribuita a tali strumenti dalle evidenze emerse dagli studi di finanza comportamentale).

Successivamente il questionario si concentra sulla vera e propria rilevazione delle informazioni, suddivise all'interno delle seguenti sezioni:

- "Caratteristiche socio-demografiche"
- "Conoscenze ed esperienze del cliente"
- "Situazione finanziaria"

Da tale suddivisione sembra essere assente la rilevazione degli obiettivi di investimento, la quale tuttavia è ricompresa all'interno della sezione "situazione finanziaria": tale "incongruenza" di forma - rispetto a quanto previsto dalla normativa - non risulta, pertanto, essere un'incoerenza di sostanza, seppur una suddivisione meglio articolata

potrebbe essere utile al sottoscrittore per una maggiore consapevolezza circa i propri bisogni e le proprie aspettative di investimento.

In relazione alle caratteristiche demografiche viene indagata unicamente l'età del sottoscrittore, mentre si rileva l'assenza di informazioni relative allo stato di famiglia, nonostante i riflessi che lo stesso assume con riferimento alle scelte di investimento.

La sezione relativa alla conoscenza si apre con alcune domande relative al percorso formativo e professionale del sottoscrittore, ove è prevista apposita risposta in ipotesi di percorso formativo in ambito economico-finanziario. Successivamente viene indagata l'esperienza – intesa quale numero di operazioni eseguite nell'ultimo triennio dalla rilevazione – del sottoscrittore con riferimento a differenti tipologie di strumenti finanziari: tale strutturazione non consente di verificare la veridicità ed affidabilità delle risposte fornite dal sottoscrittore, ma costituisce una forma di autocertificazione cui l'intermediario deve fare affidamento. Tuttavia, per testare l'effettiva conoscenza del Cliente, il questionario presenta ulteriori quesiti formulati sotto-forma di test e la cui risposta presuppone la conoscenza di alcune caratteristiche basilari dei principali strumenti finanziari e delle logiche di funzionamento dei mercati ove tali strumenti vengono negoziati. È inoltre interessante rilevare che anche in questo questionario, come nel precedente analizzato, è presente un quesito atto ad indagare l'esito delle precedenti scelte di investimento e che potrebbe essere utilizzato dall'Intermediario per correggere eventuali distorsioni quali, ad esempio, l'iperottimismo.



La sezione Situazione Finanziaria indaga la fonte di reddito, la consistenza del patrimonio complessivo e/o degli impegni finanziari regolari, ma non recepisce gli spunti emersi dalla finanza comportamentale in ordine all'importanza rivestita dalla situazione familiare (stato civile, stato di famiglia) del sottoscrittore nonché dall'impatto che la sicurezza o insicurezza del reddito generano sulle scelte d'investimento. Come poco sopra rilevato, all'interno della sezione Situazione Finanziaria, sono ricompresi alcuni quesiti relativi all'*holding period* e alla finalità degli investimenti: la struttura delle domande presuppone nella quasi totalità dei casi un'autovalutazione del sottoscrittore eccetto per un quesito relativo alla potenziale reazione a fronte di andamenti negativi degli investimenti

Complessivamente il questionario, seppur per lo più rispondente ai requisiti imposti dalla normativa, sembra essere eccessivamente affidato all'autovalutazione del sottoscrittore.

### **Cassa Centrale Banca (questionario aggiornato nel 2018)**

L'introduzione al questionario risulta essere meno dettagliata rispetto a quanto rilevato precedentemente: essa si sostanzia in poche righe in cui viene spiegato il concetto di valutazione di adeguatezza ed enfatizzata l'importanza della veridicità e dell'affidabilità delle informazioni rese.

Il questionario si compone delle seguenti sezioni:

- "Dati anagrafici"

- “Esperienza finanziaria e conoscenze possedute”
- “Situazione finanziaria”
- “Obiettivi di investimento e propensione al rischio”

Come si nota, la ripartizione delle sezioni risulta essere coerente con l'impostazione prevista dalla normativa MIFID2.

In relazione ai dati anagrafici, il questionario insiste sulla rilevazione dell'età dell'investitore, nonché sulla tipologia di professione svolta (ove viene posta attenzione alla regolarità o meno dell'introito e, quindi, alla sicurezza della fonte di reddito) e di *iter* formativo.

La sezione relativa alla conoscenza ed esperienza prevede un numero limitato di quesiti, alcuni dei quali strutturati sotto forma di test, altri relativi all'esperienza del sottoscrittore con riguardo a differenti tipologie di strumenti finanziari che, come nei casi precedenti, scontano l'autocertificazione del Cliente (non sono infatti posti in essere automatismi atti ad identificare la veridicità o meno delle risposte del sottoscrittore).

Con riferimento alla situazione finanziaria, i quesiti rilevano la consistenza e la natura del reddito (la regolarità dello stesso – come visto – viene testata nella sezione anagrafica), la capacità di risparmio, nonché l'eventuale ammontare di impegni finanziari fissi. Coerentemente con le evidenze sperimentali rivenienti dalla finanza comportamentale, viene altresì indagato lo stato di famiglia (inteso quale numero di familiari a carico).

Con riferimento agli obiettivi di investimento e alla propensione al rischio, anche in questo caso le domande risultano piuttosto limitate. Viene indagato l'obiettivo principale

dell'investimento e l'*holding period* dello stesso – che si fondano su un'autovalutazione del sottoscrittore stesso – e viene altresì indagato il grado di sopportazione delle perdite per il tramite di quesiti di natura comportamentale (scelta tra lotterie e simulazione di una perdita).

Nel complesso il questionario, seppur rispondente alle richieste regolamentari, sembra essere piuttosto limitato nel numero di quesiti, i quali tendono ad essere per lo più strutturati in maniera tale da non evidenziare da un lato le eventuali distorsioni cognitive nel processo di scelta, dall'altro le eventuali incoerenze o non autenticità nelle risposte rese dal sottoscrittore.

#### **UBS (questionario aggiornato nel 2018)**

Il questionario si apre con una breve introduzione circa le finalità perseguite dalla valutazione di adeguatezza ed appropriatezza, nonché sull'importanza di rispondere ai quesiti in maniera affidabile e veritiera al fine di consentire all'intermediario di agire nel miglior interesse del sottoscrittore.

Il questionario è suddiviso nelle seguenti sezioni:

- Situazione finanziaria
- Conoscenze ed esperienza
- Esigenze d'investimento

La suddivisione sembra essere coerente con i criteri di rilevazione previsti dalla normativa vigente, nonostante l'ordine non convenzionale con cui i quesiti sono posti.

Con riferimento alla situazione finanziaria, il questionario richiede (a) l'ammontare di attività liquide e di patrimonio immobiliare ovvero rivenienti da altre fonti di attività (partecipazioni aziendali, opere d'arte, previdenza obbligatoria e/o complementare), (b) l'ammontare degli impegni e delle entrate e uscite finanziarie ricorrenti e non ricorrenti previsionali nei 5 anni successivi alla sottoscrizione. È da notare come venga indagata anche la componente prospettica della situazione finanziaria, la quale è presente finora unicamente nel questionario in oggetto, pur tuttavia è evidente l'importanza che tale componente riveste nell'individuazione della scelta finanziaria migliore e maggiormente adatta all'investitore.

Con riferimento alla conoscenza ed esperienza dell'investitore, la strutturazione prevede da un lato domande relative all'esperienza con riguardo a differenti tipologie di strumenti finanziari che, come nei casi precedenti, scontano l'autocertificazione del Cliente, dall'altro lato domande la cui risposta corretta presuppone l'effettiva conoscenza riguardo le caratteristiche di base di alcuni prodotti finanziari.

Con riferimento alle esigenze d'investimento, viene richiesto al sottoscrittore di indicare a quale profilo di rischio si sente di appartenere, ovvero l'*holding period* preferito e la percentuale massima di perdita che si sente disposto a sopportare. Tutta la valutazione, quindi, sembra focalizzarsi sulla percezione che il sottoscrittore ha di sé stesso e delle sue esigenze di natura finanziaria.

In linea generale, il questionario sembra mancare dei quesiti ritenuti importanti per indagare il reale profilo di rischio dell'investitore: sono assenti domande afferenti l'età (nonostante sia verosimile pensare che le stesse vengano raccolte dal *database* di censimento della banca), il titolo di studi e l'ambito professionale di attività, la sicurezza ovvero l'insicurezza del guadagno, lo stato familiare (inteso quale numero di familiari a carico). Sono altresì assenti quesiti volti ad indagare la reazione dell'investitore di fronte a potenziali perdite nonché quesiti volti a recepire gli esiti di eventuali scelte di investimento passate che potrebbero influenzare (attraverso i *bias* e le euristiche indagate nel presente lavoro) le scelte di investimento.

**Fineco (questionario aggiornato nel 2018)**

Il questionario non presenta alcuna informazione circa le finalità del questionario e l'importanza dello stesso per offrire al Cliente il prodotto maggiormente idoneo alle sue caratteristiche.

Il questionario è suddiviso in sezioni, come così riportate:

- “Conoscenza ed esperienza in materia di investimenti”
- “Situazione patrimoniale e propensione al rischio”

Come è possibile notare dalla suddivisione appena riportata, la sezione relativa agli obiettivi di investimento e alla propensione al rischio risulta essere ricompresa all'interno della sezione relativa alla situazione patrimoniale: seppur non risulti una mancanza “nella sostanza”, una suddivisione articolata secondo i canoni previsti dalla

normativa potrebbe consentire al sottoscrittore una maggiore facilità nel discernere i propri bisogni e le proprie aspettative di investimento.

La sezione relativa alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti si apre con una serie di quesiti relativi al livello di istruzione e professione. Quindi il questionario si concentra sulla rilevazione delle conoscenze attraverso una batteria di quesiti posti sotto forma di test relativi a differenti concetti di natura finanziaria: legame esistente tra rischio e rendimento, concetto di diversificazione degli investimenti, rischio di cambio, rischio di liquidità. Nell'indagare l'esperienza, viene richiesto al sottoscrittore di indicare il numero e il controvalore complessivo delle operazioni eseguite nel corso dell'anno precedente alla data della sottoscrizione, nonché di indicare in quali categorie di prodotti e servizi finanziari lo stesso ha effettuato operazioni, i quesiti prevedono anche che il Cliente possa rifiutarsi di rispondere alla domanda.

Con riferimento alla situazione finanziaria il questionario rileva la composizione del nucleo familiare, nonché il controvalore delle entrate, degli impegni finanziari e delle uscite mensili ricorrenti; viene altresì rilevato il controvalore del patrimonio mobiliare e immobiliare.

Con riferimento agli obiettivi di investimento e alla propensione al rischio sono presenti unicamente due quesiti i quali si basano unicamente sull'autovalutazione del sottoscrittore, a cui viene chiesto l'orizzonte temporale per cui si ritiene disposto a mantenere gli investimenti finanziari, nonché il margine di oscillazione del valore che lo stesso è disposto ad accettare.

In generale il questionario non sembra essere uno strumento adatto a rilevare il reale profilo di rischio dell'investitore e non risulta aver recepito numerosi spunti rivenienti dalla finanza comportamentale che possano consentire di rilevare e correggere le distorsioni cognitive nel processo di scelta ovvero di rilevare eventuali incoerenze o non autenticità nelle risposte rese dal sottoscrittore.

#### **4.3.1 Analisi descrittiva degli item**

Come messo in evidenza da una prima analisi dei questionari, la totalità degli stessi presenta le caratteristiche minime imposte dalla normativa – ossia la rilevazione di (a) conoscenza ed esperienze in materia di investimenti; (b) situazione finanziaria; (c) obiettivi di investimento. Tuttavia è stato possibile notare come, nonostante un tendenziale tentativo da parte degli Intermediari di recepire le raccomandazioni normative e di introdurre quesiti di natura comportamentale, spesso permane ancora un'attività di profilatura basata sulle dichiarazioni rese dall'investitore.

Di seguito si propone una tabella volta a rappresentare la suddivisione numerica dei quesiti per sezione di appartenenza.

<i>Banca</i>	<i>Conoscenza ed esperienza</i>	<i>Situazione finanziaria</i>	<i>Obiettivi di investimento</i>
<i>FarBanca</i>	21	14	6
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	5	10	6
<i>BPER</i>	19	9	5

Analisi critica del campione dei questionari di adeguatezza

Cassa Centrale Banca	13	7	5
UBS	40	15	6
Banca Fineco	10	7	2

Tabella 8 – Numero di domande per sezione di appartenenza del questionario di adeguatezza (post 2018)

I quesiti totali ammontano ad un totale di 184: diversamente dai questionari *compliant* a MIFID1, la rilevanza numerica dell'*item* "Conoscenza ed esperienza" si è abbassato, sintomo di una struttura complessiva tendenzialmente maggiormente equilibrata.

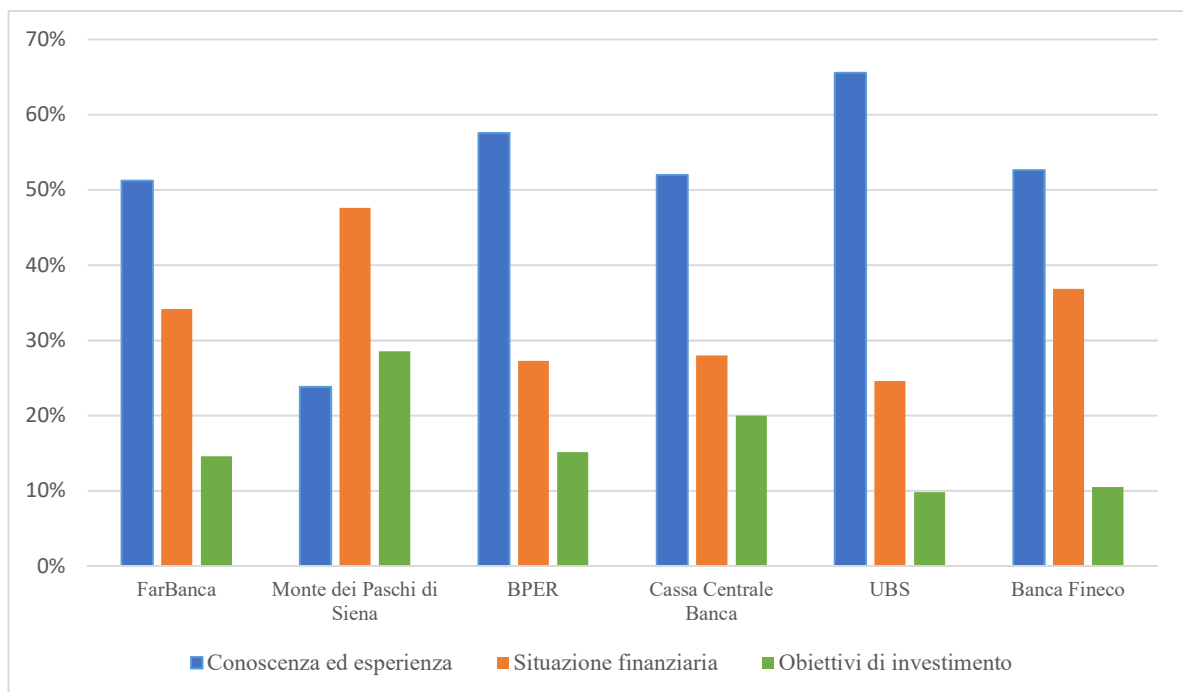


Grafico 11 – Numero di domande per sezione di appartenenza del questionario di adeguatezza (post 2018)

Dal grafico è possibile rilevare come, rispetto alla precedente strutturazione, oggi sia presente una minore disparità numerica tra i quesiti appartenenti ai differenti *item*, pur tuttavia è evidente, ancora, la rilevanza – eccetto in un caso (Monte dei Paschi di Siena) – dell'*item* "Conoscenza ed esperienza" e il minor grado di approfondimento relativo all'*item*



“*Obiettivi di investimento*”, ivi compresa la rilevazione della propensione e attitudine al rischio.

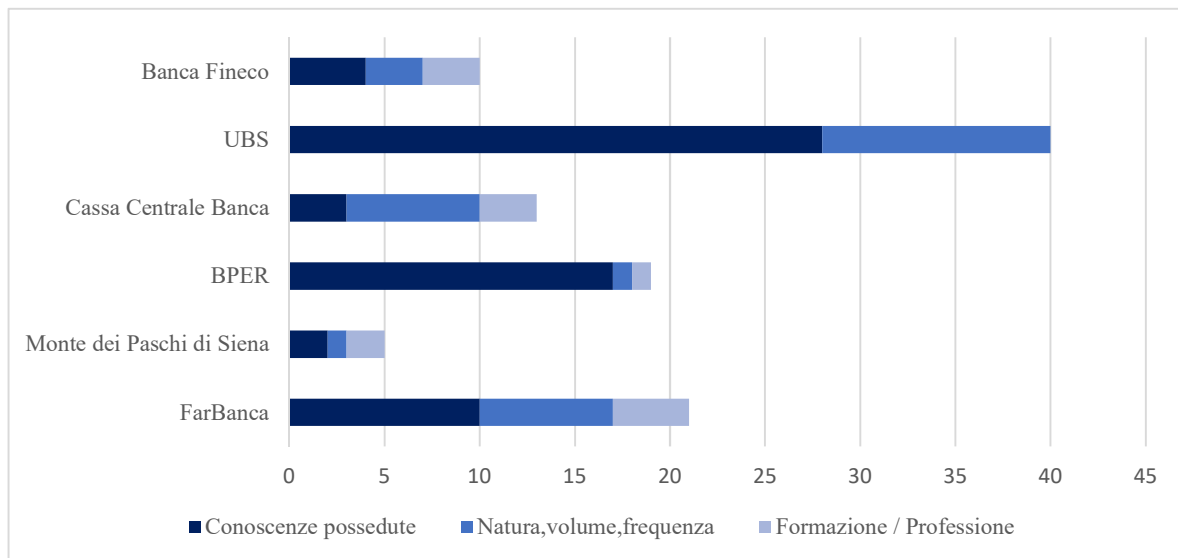
Come in precedenza, si decide di proseguire l’analisi esaminando nel dettaglio le evidenze emerse in relazione a ciascun *item* di rilevazione.

*Esperienze e conoscenze in materia di investimenti*

Con riferimento al *set* di informazioni obbligatorie per l’ambito in oggetto, l’analisi del campione ha condotto ai seguenti esiti.

<b>Banca</b>	<b>Conoscenze possedute</b>	<b>Natura, volume, frequenza</b>	<b>Formazione / Professione</b>
<i>FarBanca</i>	10	7	4
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	2	1	2
<i>BPER</i>	17	1	1
<i>Cassa Centrale Banca</i>	3	7	3
<i>UBS</i>	28	12	0
<i>Banca Fineco</i>	4	3	3

**Tabella 10 - Clusterizzazione delle domande relative all’ambito “Esperienze e conoscenze in materia di investimenti” del questionario di adeguatezza (post 2018)**



**Grafico 12 – Clusterizzazione delle domande relative all’ambito “Esperienze e conoscenze in materia di investimenti” del questionario di adeguatezza (post 2018)**

Diversamente dalla discrepanza numerica tra gli ambiti di indagine rilevato nei questionari *ante* 2018, che presentavano una decisa preponderanza nella rilevazione delle conoscenze, si nota che, nel 2018, il 50% dei questionari costituenti il campione presenti equilibrio della formulazione di quesiti relativi alle conoscenze da un lato e all’esperienza dall’altro lato. Risulta altresì graficamente evidente la mancanza della rilevazione dell’ambito formazione e professione in un intermediario (UBS).

Diversamente dai precedenti questionari analizzati, si nota una miglior definizione dell’oggetto di rilevazione: in tutti i questionari analizzati è chiara la distinzione tra i quesiti atti a testare la conoscenza e quelli atti a testare l’esperienza: nel 50% dei casi la rilevazione risulta essere suddivisa nel *layout* stesso dei questionari, cui corrispondono due sottosezioni distinte.

La rilevazione della **conoscenza** dell’investitore è notevolmente migliorata: nell’83% dei questionari analizzati la formulazione dei quesiti consente di testare con efficacia il grado

effettivo di conoscenze possedute dal Cliente in ambito finanziario, eliminando la componente autovalutativa e il rischio di effetti distorsivi indotti dalla cosiddetta “*other reception*” e/o “*self reception*” indotto dai quesiti a risposta dicotomica e dalle *leading questions*.

Quesiti a risposta multipla (test) 

**Grafico 13 – Numero questionari, rispetto al campione di quelli analizzati, che utilizzano quesiti a risposta multipla nell’ambito della rilevazione della conoscenza**

La rilevazione dell’**esperienza** viene rilevata attraverso quesiti che presuppongono l’autoaffermazione del sottoscrittore. Solo un questionario su 6 analizzati presenta un automatismo che consente di testare l’autenticità della risposta resa dall’investitore, sulla base dell’estrazione di precise informazioni dal *dataset* della banca insistente sulla posizione del sottoscrittore.

Autovalutazione 

**Grafico 14 – Numero questionari, rispetto al campione di quelli analizzati, che utilizzano meccanismi di autovalutazione nell’ambito della rilevazione dell’esperienza**

Tuttavia le risposte alle domande relative alla conoscenza possono costituire una sorta di “indicatore di autenticità” per valutare la bontà delle risposte alle domande inerenti l’esperienza che, come si è visto, tendono a fare indebitamente affidamento nelle affermazioni del sottoscrittore.

Solo nel 50% dei questionari analizzati la rilevazione della professione e della formazione (ivi compreso il livello e l’ambito di istruzione) è inserito nella sezione “*Esperienza e Conoscenza*”, nel 33% dei casi la rilevazione è contenuta nella sezione anagrafica e sembra

non contribuire all'implementazione di un punteggio nell'ambito della rilevazione delle conoscenze ed esperienza e in un caso la rilevazione stessa risulta essere assente.

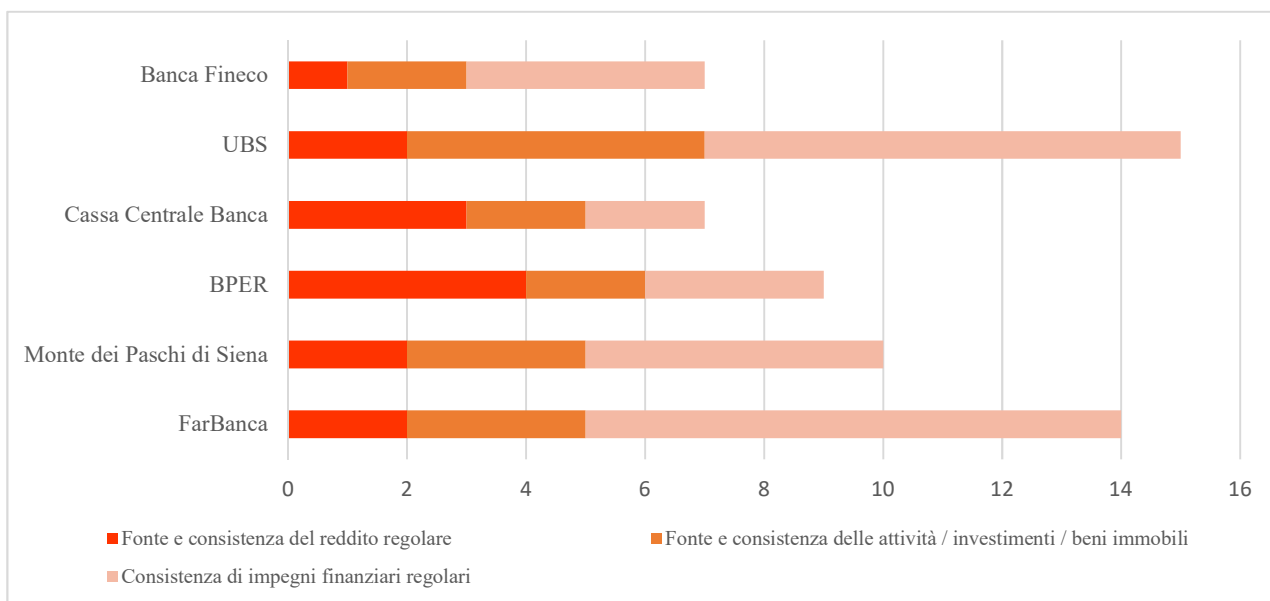
Complessivamente, nell'83% dei casi, la rilevazione dell'*item* in oggetto risulta essere ben strutturato e capace di fornire un esito effettivo e veritiero circa il profilo conoscitivo ed esperienziale del sottoscrittore.

### Situazione finanziaria

Con riferimento al *set* di informazioni obbligatorie per l'ambito in oggetto, l'analisi del campione ha condotto ai seguenti esiti.

<b>Banca</b>	<b>Fonte e consistenza del reddito regolare</b>	<b>Fonte e consistenza delle attività / investimenti / beni immobili</b>	<b>Consistenza di impegni finanziari regolari</b>
<i>FarBanca</i>	2	3	9
<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	2	3	5
<i>BPER</i>	4	2	3
<i>Cassa Centrale Banca</i>	3	2	2
<i>UBS</i>	2	5	8
<i>Banca Fineco</i>	1	2	4

**Tabella 11 – Clusterizzazione delle domande relative alla “Situazione finanziaria” del questionario di adeguatezza (post 2018)**



**Grafico 15 - Clusterizzazione delle domande relative alla "Situazione finanziaria" del questionario di adeguatezza (post 2018)**

Rispetto ai questionari in uso *ante* 2018, si rileva una decisa inversione di tendenza: infatti se precedentemente la rilevazione degli impegni finanziari rivestiva una rilevanza trascurabile e nel 30% dei casi non era stata rilevata, ad oggi gli impegni finanziari risultano essere l'ambito che trova un maggior grado di rilevazione (costituiscono, infatti, il 50% dei quesiti relativi all'*item* in oggetto). È noto ed evidente, infatti, come la consistenza e la regolarità degli impegni incida sulla disponibilità di spesa e, di conseguenza, sulla disponibilità di dedicare somme ad investimenti nonché sul grado di rischio che l'individuo è disposto a sopportare. Inoltre un questionario (su 6 analizzati) presenta un automatismo che consente di testare l'autenticità delle risposte dell'investitore, sulla base dell'estrazione di precise informazioni dal *dataset* della banca insistente sulla posizione del sottoscrittore.

Si pone in evidenza, inoltre, come – sulla scorta delle evidenze emerse dagli studi di finanza comportamentale – nel 67% dei casi venga rilevato lo stato di famiglia e il numero di familiari a carico, aspetto che precedentemente veniva indagato solo nel 35% dei casi.

Ancora, nel 33% dei casi viene fatta menzione alla componente prospettica della situazione finanziaria e non unicamente alla rilevazione *as-is*, consentendo un'attività di profilatura maggiormente coerente con il *customer profile* e consentendo all'intermediario di assolvere al dovere normativo di *best execution*.

Si evidenzia che, nonostante la facilità di rilevazione, non tutti i questionari, ossia solo il 33% del campione analizzato, presentano quesiti in ordine alla fattispecie di contratto di lavoro, anche se tale circostanza comporta dei riflessi sulle scelte dell'individuo e sulla sua propensione al rischio: è stato osservato, infatti, come la scelta d'investimento sia influenzata dalla sicurezza/insicurezza dei guadagni.

In linea generale gli strumenti di rilevazione dell'*item* in oggetto risultano essere stati interessati da un deciso miglioramento e consentono complessivamente di addivenire ad una valutazione discretamente effettiva della situazione finanziaria dell'investitore. Come precedentemente menzionato, potrebbe essere prestata maggior attenzione alla sicurezza/insicurezza della fonte del reddito nonché alla componente previsionale delle componenti di spesa. Inoltre, considerato il peso assunto dagli impegni finanziari dell'investitore in riferimento alla disponibilità finanziaria all'investimento, potrebbe essere utile un maggior ricorso a sistemi di estrazione di dati relativi agli impegni finanziari dell'individuo a mezzo, per esempio, di collegamenti alla Centrale dei Rischi

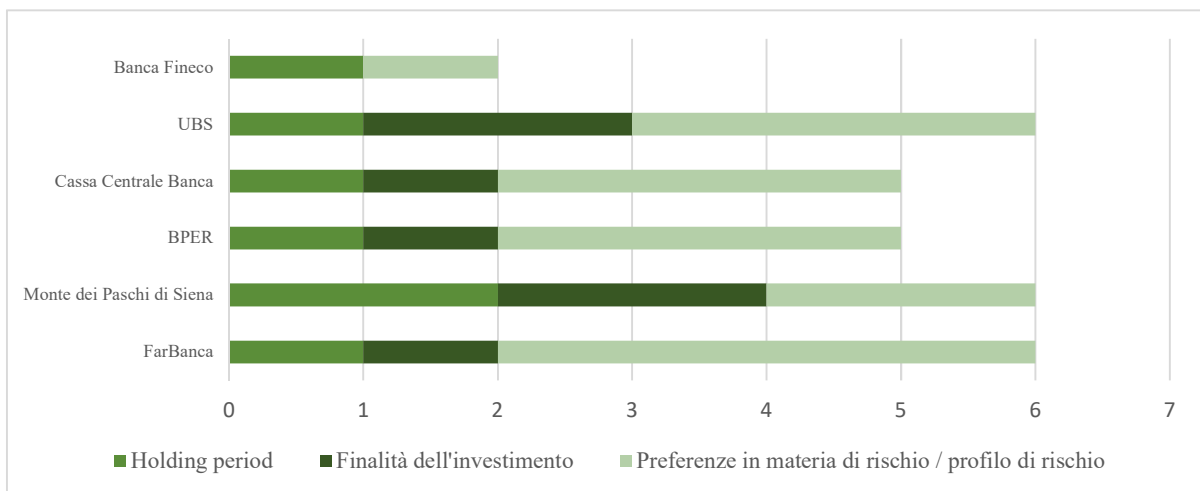
ovvero ad altri sistemi informatici di raccolta delle informazioni attinenti l'indebitamento dei Clienti verso gli Intermediari bancari e finanziari.

Obiettivi di investimento e propensione al rischio

Con riferimento al set di informazioni obbligatorie per l'ambito in oggetto, l'analisi del campione ha condotto ai seguenti esiti.

Banca	Holding period	Finalità dell'investimento	Preferenze in materia di rischio / profilo di rischio
FarBanca	1	1	4
Monte dei Paschi di Siena	2	2	2
BPER	1	1	3
Cassa Centrale Banca	1	1	3
UBS	1	2	3
Banca Fineco	1	0	1

**Tabella 12 - Clusterizzazione delle domande relative agli "Obiettivi di investimento" del questionario di adeguatezza (post 2018)**



**Grafico 16 – Clusterizzazione delle domande relative agli “Obiettivi di investimento” del questionario di adeguatezza (post 2018)**

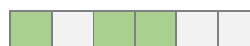
Come si può notare dalla tabella e dal grafico precedenti, in media il numero di quesiti posti per indagare l'*item* in oggetto è pari a 5: ciò è indice di un limitato grado di approfondimento volto ad approfondire gli obiettivi di investimento e la tolleranza al rischio (in linea generale solo il 15% dei quesiti relativi ai questionari è devoluta alla rilevazione del suddetto *item*).

Ancora, il grafico mette in luce come ad oggi l'87% dei questionari analizzati (contro il 58% dei questionari *ante* 2018) è strutturata in maniera tale da indagare i triplici aspetti di rilevazione previsti dalla MIFID (*holding period*, finalità, preferenze in materia di rischio).

Continua a permanere la rilevanza numerica dei quesiti volti ad indagare le **preferenze in materia di rischio e/o il profilo di rischio**: tuttavia persiste la tendenza ad affidarsi all'autovalutazione del sottoscrittore.

Per la valutazione della **capacità emotiva di sopportare il rischio e le perdite** il 50% dei questionari presenta quesiti volti ad indagare il comportamento degli individui di fronte ad ipotesi di oscillazioni nel valore del portafoglio.

Rischio soggettivo



**Grafico 17 – Numero questionari, rispetto al campione di quelli analizzati, che presentano quesiti volti ad indagare il comportamento degli individui in ipotesi di oscillazioni del valore del portafoglio**



È da notare come solo in un caso venga prestata attenzione all'esito delle scelte d'investimento passate e alle reazioni passate a fronte di eventi di perdita: tale rilevazione si ritiene essere utile per correggere gli errori cognitivi cui l'individuo è solito imbattersi nell'effettuazione del processo di scelta, quali ad esempio l'errore derivante dal giudizio retrospettivo ovvero errori derivanti dall'iperottimismo.

Nessun questionario ricorre alla rappresentazione grafica del rischio e del rendimento associati ai prodotti finanziari, nonostante il forte valore rappresentativo e chiarificatore che tale strumento è risultato rivestire.

Solo due questionari, nell'indagare il profilo di rischio, fanno ricorso alla scelta tra differenti tipologie di lotterie: i profili di rischio associati alle lotterie sono posti in ordine crescente e risultano formalizzati in maniera piuttosto elementare non risultando efficaci nella valutazione della variabile di interesse (profilo di rischio).

La rilevazione della **finalità dell'investimento**, ove presente, viene indagata unicamente tramite l'autocertificazione e autorappresentazione del sottoscrittore e non sono presenti meccanismi atti a mettere in evidenza le reali esigenze dello stesso. Spesso, inoltre, i quesiti atti a rilevare la finalità dell'investimento sono strutturati mediante un lessico e aggettivi non puntuali ma piuttosto vaghi ed imprecisi, che potrebbero indurre a esiti e decodificazioni non oggettive.

Autovalutazione della finalità dell'investimento 

**Grafico 18 - Numero questionari, rispetto al campione di quelli analizzati, che presentano quesiti di autovalutazione nell'ambito della rilevazione delle finalità dell'investimento**

Con riferimento alla rilevazione dell'**holding period** la valutazione risulta essere sempre presente ed affidata all'autocertificazione del sottoscrittore.

Autocertificazione dell'holding period



**Grafico 19 – Numero questionari, rispetto al campione di quelli analizzati, che presentano quesiti di autovalutazione nell'ambito della rilevazione dell'*holding period***

Inoltre non sembrano essere presenti meccanismi di evidenziazione delle incoerenze: infatti il sottoscrittore può rispondere di perseguire una crescita significativa dei rendimenti ed optare per un *holding period* relativamente ridotto (inferiore all'anno).

In linea generale gli strumenti di rilevazione dell'*item*, seppur interessati da un miglioramento rispetto a quanto rilevato *ante* 2018, continuano a presentare ampi margini di miglioramento: risulta essere ancora piuttosto elevato il ricorso all'auto-rappresentazione da parte del sottoscrittore in ordine alla propria *risk tolerance*, che non consente di correggere le distorsioni dovute ad una particolare percezione di sé.

Complessivamente i questionari analizzati sono risultati conformi ai requisiti imposti dalla normativa in ordine agli ambiti di indagine (conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento). È stato rilevato, rispetto ai questionari in vigore *ante* 2018, un sostanziale progresso nella strutturazione dei quesiti, specie con riguardo alla rilevazione delle conoscenze e dell'esperienza; tuttavia risulta essere ancora poco consistente la rilevazione degli obiettivi e delle finalità di investimento, ivi compresa la rilevazione della tolleranza al rischio.

In particolare:

- nell'indagare le conoscenze degli investitori gli intermediari hanno provveduto a diminuire, ed in alcuni casi ad eliminare, la componente autovalutativa e il rischio di effetti distorsivi indotti dalla cosiddetta "*other reception*" e/o "*self reception*", a loro volta suscitati dai quesiti a risposta dicotomica e dalle *leading questions*. I quesiti formulati sotto forma di test a risposta multipla consentono infatti di rilevare quali siano le conoscenze dell'investitore in ambito finanziario;
- nell'indagare l'esperienza dell'investitore continua a permanere la componente auto-certificativa e solo in un caso le risposte rese dal sottoscrittore sono sottoposte a una sorta di verifica in ordine alla veridicità delle stesse tramite compilazione automatica di precisi campi estratti dal sistema informativo della banca in relazione alla posizione anagrafica del Cliente (storico delle operazioni eseguite dal Cliente – in termini di numerosità, controvalore e tipologia di prodotto – presso la banca nei 3 anni precedenti alla data di sottoscrizione del questionario). A parere di chi scrive tale *practice* operativa, oltre a fungere da indice di veridicità rispetto alle risposte rese dal Cliente, potrebbe essere utilizzato anche per indagare l'esito degli investimenti finanziari precedenti e, di conseguenza, per verificare l'atteggiamento tenuto dall'investitore di fronte a possibili scenari passati di perdita o di variazione significativa del valore degli investimenti;
- nella rilevazione della situazione finanziaria, rispetto ai questionari in uso *ante* 2018, si nota – sulla scorta di quanto posto in evidenza dagli studi di finanza comportamentale – una decisa attenzione alle variabili sociometriche (età, composizione del nucleo familiare, stato civile). Rimane ancora poco indagato,

seppur importante, l'aspettativa futura di reddito e/o la sicurezza/insicurezza della fonte di guadagno corrente. In un caso le risposte rese dall'investitore sono sottoposte a verifica in ordine alle attestazioni riguardanti gli impegni finanziari regolari presso la banca e/o presso altri intermediari bancari, nonché in relazione alla consistenza del patrimonio mobiliare presso la banca;

- nella rilevazione degli obiettivi d'investimento e della propensione al rischio, si è notato un tentativo di porre maggior enfasi all'evidenziazione del legame esistente tra rischio e rendimento di un investimento. Si è notata altresì una maggiore attenzione alla rilevazione dell'atteggiamento emotivo alle perdite o alle forti oscillazioni nel valore dell'investimento. Tuttavia la rilevazione della finalità dell'investimento e l'*holding period* preferito dall'investitore continuano ad essere basate unicamente sull'auto rappresentazione. Come accennato in precedenza, solo in un caso sono presenti quesiti atti a rilevare l'esito delle scelte di investimento passate e le reazioni a queste associate, nonostante la rilevanza che tale quesito avrebbe nella valutazione effettiva del profilo di rischio e nella correzione degli effetti distorsivi cui l'individuo è esposto nel processo di scelta in condizioni di incertezza.

In relazione all'architettura dei questionari, allo scopo di distribuire in modo equo la concentrazione del lettore nell'attività di lettura e successiva compilazione, a livello generale è previsto l'inserimento dei quesiti che richiedono un significativo livello di concentrazione – di carattere più “tecnico” – nella parte iniziale e/o centrale, mentre le domande che prevedono risposte più immediate – prevalentemente di tipo socio-

demografico – sono posizionate alla fine; tale struttura consente di assecondare il grado di concentrazione del sottoscrittore (domande più complicate quando il grado di concentrazione è maggiormente elevato, quesiti non eccessivamente complicati quando il grado di concentrazione è più basso).

Con riferimento al registro linguistico utilizzato, nel campione di questionari esaminato è stata rilevata, soprattutto con riguardo all'*item* "Obiettivi di investimento e propensione al rischio", la mancanza delle proprietà di precisione, univocità ed oggettività nella formulazione dei quesiti, che potrebbero indurre ad esiti e a decodificazioni non oggettive.



## 4. Constatazioni e spunti

*4.1 Letteratura e strumenti a confronto: le attuali issue – 4.2 Spunti evolutivi proposte di miglioramento*

### **4.1 Letteratura e strumenti a confronto: le attuali *issue***

Le evidenze empiriche rese note dagli studi di finanza comportamentale hanno reso possibile mettere in evidenza la natura e la frequenza degli errori commessi dagli investitori durante il processo di scelta in condizioni di incertezza. Tali errori possono portare ad un percorso di scelta inconsistente e deviato nell'ipotesi in cui lo stesso sia eseguito facendo indebitamente affidamento sull'autovalutazione e sull'autorappresentazione dell'investitore.

Come si evince da quanto esposto nel corso della trattazione, tra i fattori che influenzano i comportamenti finanziari degli investitori assume un ruolo centrale l'emotività e la soggettività, che si celano dietro le scelte di ogni individuo quale risultato dell'influenza

reciproca tra emozione e ragione (tesi sostenuta anche dallo studioso Damasio<sup>40</sup>, secondo il quale il fattore emotivo risulta fondamentale per i processi decisionali, in quanto permette di valutare le differenti possibilità e di orientare le scelte dell'individuo verso comportamenti ai quali lo stesso associa sensazioni positive).

Risulta pertanto naturale dubitare dell'efficienza del processo di autoprofilazione e dell'idoneità dell'investitore ad esprimere, attendibilmente, il proprio *customer profile*, ivi compreso il proprio livello di *risk tolerance*, evitando distorsioni dovute ad una non attendibile percezione di sé: eccessi di fiducia, scarse conoscenze finanziarie e "scorciatoie" nell'autovalutazione portano spesso l'investitore a rappresentarsi in modo differente dalla realtà.

Ecco dunque che, per minimizzare le complessità legate alla percezione soggettiva del rischio, assume un ruolo cruciale la predisposizione di questionari che rappresentino verosimilmente la situazione in cui l'individuo effettua le proprie scelte di investimento, mentre, per comprendere il reale comportamento degli investitori all'interno del processo di assunzione del rischio finanziario, risulta fondamentale un approccio che coniughi aspetti economico-finanziari e psicologici<sup>41</sup>.

L'analisi critica dei questionari, oggetto del presente elaborato di ricerca, ha messo in luce l'iter di miglioramento che lo strumento di rilevazione del *customer profile* ha subito nel corso del tempo, soprattutto con riferimento all'entrata in vigore della MIFID2, che ha

---

<sup>40</sup> Damasio A. (2000), *L'errore di Cartesio*, Adelphi.

<sup>41</sup> Oriani M., Zanaboni B. (2011), *La consulenza finanziaria*, Il Sole 24 Ore.



condotto ad un rafforzamento degli strumenti a tutela del contraente debole e alla necessità di considerare la natura psicologico-emotiva dell'individuo.

Come si è avuto modo di approfondire nel capitolo precedente, l'attendibilità dei questionari è aumentata: (a) si è osservato un deciso miglioramento nella rilevazione delle conoscenze e delle esperienze degli individui, ove è stata notevolmente ridotta la componente di *self-assessment*; (b) si è osservato un miglioramento anche nella rilevazione della situazione finanziaria ove, facendo proprie le evidenze della *behavioural finance*, sono stati introdotti quesiti atti a rilevare variabili attinenti allo stato civile e al numero di familiari a carico.

Si rilevano tuttavia ampi margini di perfezionamento nella rilevazione degli obiettivi di investimento e della tolleranza al rischio: nonostante la maggior attenzione attribuita da gran parte degli intermediari costituenti il campione alla rilevazione dell'atteggiamento emotivo alle perdite e alle forti oscillazioni nel valore dell'investimento, permane quasi esclusivamente l'autovalutazione con riguardo alla rilevazione dell'obiettivo dell'investimento e dell'*holding period* preferito dall'investitore. Nell'87% dei questionari analizzati (*post 2018*) è assente la rilevazione dell'esito delle scelte di investimento passate e delle reazioni a queste associate, nonostante la rilevanza che tale quesito avrebbe nella valutazione effettiva del profilo di rischio e nella correzione degli effetti distorsivi cui l'individuo è esposto nel processo di scelta in condizioni di incertezza.

Ecco dunque che, per minimizzare le complessità legate alla percezione soggettiva del rischio, si ritiene opportuno proseguire nel processo di miglioramento già iniziato,

attraverso un'attività di perfezionamento che consenta di strutturare questionari di adeguatezza in grado di rappresentare verosimilmente la situazione in cui l'individuo effettua le proprie scelte di investimento, nonché comprenderne il reale comportamento nell'ambito del processo di assunzione del rischio finanziario.

#### **4.2 Spunti e proposte di miglioramento**

Si propongono nel prosieguo una serie di spunti e proposte di miglioramento che a parere di chi scrive e alla luce dell'analisi svolta potrebbero essere opportuni in ottica di collegare componenti finanziarie e componenti emotive/comportamentali, addivenendo ad un esito di profilatura maggiormente veritiero e coerente con le caratteristiche del sottoscrittore.

La rilevazione del grado di tolleranza al rischio, infatti, si compone di differenti variabili, tutte indispensabili al fine di traguardare l'attendibilità del *customer profile*:

- Conoscenza del rischio, ossia le competenze e le esperienze tecniche possedute dall'investitore;
- Capacità di rischio, ossia l'idoneità del soggetto ad assumere il rischio, intesa quale situazione finanziaria dello stesso;
- Propensione e attitudine al rischio, ossia preferenze individuali e componenti emotive che il soggetto dimostra in riferimento al rischio.

#### **4.2.1 Item “Esperienza e conoscenze” e rilevazione della conoscenza del rischio**

In relazione all’ambito in oggetto, per quanto attiene alla verifica delle conoscenze del sottoscrittore, non si rilevano particolari margini di miglioramento rispetto alla riformulazione dei questionati *post* 2018: i quesiti strutturati sotto forma di test a risposta multipla consentono di testare l’effettiva conoscenza in ordine alle caratteristiche di funzionamento di base dei mercati finanziari e dei principali prodotti in questi negoziati.

In ordine alla verifica dell’esperienza, ad oggi essa risulta fondata sull’autovalutazione del sottoscrittore. Per testare in maniera maggiormente autentica l’effettivo livello di esperienza, potrebbero essere attivati dei meccanismi finalizzati a testare la veridicità delle risposte, quali, ad esempio, l’interrogazione automatica del *database* della banca con riferimento alla specifica posizione anagrafica del sottoscrittore, per verificare le eventuali operazioni in strumenti finanziari da questi eseguite in un preciso arco temporale antecedente la sottoscrizione del questionario. L’inserimento di quest’ultima verifica potrebbe essere utilizzato da un lato quale attivatore di meccanismi di correzione degli atteggiamenti semplificativi e distorsivi dell’individuo nell’approcciare processi di scelta in condizioni di incertezza (*overconfidence*, giudizio retrospettivo, *attribution bias*), dall’altro lato quale strumento atto a verificare l’atteggiamento e il comportamento effettivamente tenuto dall’individuo a fronte di oscillazioni rilevanti nel valore del portafoglio, contribuendo alla definizione dell’atteggiamento emotivo verso il rischio (e per il quale si rimanda alla trattazione successiva).

A parere di chi scrive potrebbe inoltre essere inserito un quesito relativo alle fonti da cui il sottoscrittore attinge per tenersi informato sulla situazione finanziaria, ivi compreso l'andamento degli strumenti finanziari: tale formulazione potrebbe infatti consentire di rilevare, e quindi – in seconda battuta – di correggere, l'eventuale fenomeno denominato *herding behaviour*, il quale consiste nella tendenza dell'individuo a conformare le proprie scelte a quanto effettuato dagli individui appartenenti al contesto di riferimento, semplificando e/o annullando il processo valutativo autonomo e personale. La rilevazione delle fonti da cui l'individuo attinge le informazioni per addivenire ad una scelta di natura finanziaria potrebbe essere utilizzata anche per evidenziare eventuali distorsioni derivanti dall'euristica della disponibilità: in altre parole, le informazioni possono essere percepite più o meno incidenti per il processo decisionale in relazione alle modalità con la quale le stesse vengono presentate all'individuo, inducendo l'individuo a considerare rilevanti le informazioni che vengono presentate in modo forte e deciso da parte del mercato o della società (per esempio attraverso strumenti di comunicazione di massa) e viceversa può essere indotto a considerare non rilevanti e/o poco utili altre informazioni perché non sufficientemente poste in risalto.

La correzione di comportamenti distorsivi potrebbe essere effettuato rivedendo (al rialzo o al ribasso, in funzione dell'elemento distorsivo) i punteggi algoritmici assegnati alla rilevazione dell'*item*, nella logica della maggior tutela degli interessi del Cliente.

Resta intesa l'importanza dell'Intermediario nel guidare il sottoscrittore, spesso sovraccarico di informazioni cui assegnare un ordine di priorità, a "filtrare" le informazioni rilevanti e ad effettuare una corretta ricostruzione dei meccanismi di

pensiero e di scelta, correggendo gli eventuali errori valutativi commessi ad *incipit* degli eventuali processi di scelta passati.

#### **4.2.2 Item “Situazione finanziaria” e rilevazione della capacità di rischio**

In relazione all’ambito in oggetto, per quanto attiene alla verifica della situazione finanziaria dell’investitore sono stati rilevati, come precedentemente descritto, miglioramenti rispetto alla versione dei questionari *ante* 2018. In particolare, è stato oggetto di rilevazione lo stato di famiglia che, come si è avuto modo di apprendere, incide sulle scelte di investimento: studi empirici hanno infatti dimostrato come la capacità di rischio e la tolleranza al rischio siano più elevate nei *single* rispetto ai coniugati, allo stesso modo è stato rilevato che la tolleranza al rischio diminuisce all’aumentare del numero di familiari a carico, poiché riduce l’ammontare di ricchezza finanziaria “disponibile”.

L’analisi dei questionari ha inoltre messo in evidenza come la rilevazione dell’*item* sia quasi completamente affidata all’autocertificazione del sottoscrittore: anche in questo caso, a parere di chi scrive, considerata la rilevanza assunta dagli impegni finanziari dell’investitore rispetto alla disponibilità finanziaria per investimento, potrebbero essere attivati dei meccanismi finalizzati a testare l’attendibilità delle risposte, quali ad esempio l’interrogazione automatica di sistemi informativi contenenti dati relativi alla situazione di indebitamento della clientela presso il sistema bancario (Centrale dei Rischi di Banca d’Italia). Allo stesso modo potrebbe essere ritenuto utile provare la veridicità delle

risposte del sottoscrittore in relazione all'ammontare di ricchezza disponibile attraverso l'estrazione automatica delle apposite informazioni dal *database* della banca insistente sulla specifica posizione anagrafica.

Ancora, dagli studi di finanza comportamentale è emerso come la sicurezza di un introito fisso aumenti la capacità di rischio: alla luce di ciò, ed in aggiunta ai quesiti relativi alla provenienza e alla consistenza del reddito da lavoro (già presenti nei questionari analizzati), potrebbe essere indagata la fattispecie di contratto di lavoro (ad esempio contratto a tempo determinato ovvero indeterminato) e potrebbe essere chiesto al sottoscrittore quale diminuzione percentuale massima di reddito sarebbe disposto ad accettare in ipotesi di un cambio di lavoro che potrebbe generare alternativamente e con la stessa probabilità un aumento ovvero una diminuzione dello standard di vita.

A parere di chi scrive, si potrebbe valutare l'opportunità di integrare le informazioni attinenti alla situazione finanziaria – ad oggi ancorate ad una rilevazione *as-is* – con componenti di natura prospettica, considerate le connessioni che tale aspetto può avere con riguardo alle preferenze in materia di *holding period* di un investimento.

Infine, sfruttando la cosiddetta *mental accounting*, potrebbero essere posti quesiti differenti in ordine alla consistenza del reddito da lavoro ed in ordine alla consistenza di eventuali altri redditi: questi ultimi, solitamente clusterizzati nel conto-patrimonio-investimenti caratterizzato da un *holding period* più allungato e da una maggiore propensione alla spesa, potrebbero essere utilizzati per consentire una diversificazione

del portafoglio attraverso investimenti in titoli che, sebbene rischiosi, nel lungo periodo presentino buone probabilità di generare guadagni.

#### **4.2.3 Item “Obiettivi di investimento” e propensione e attitudine al rischio**

In relazione all’ambito in oggetto, per quanto attiene alla rilevazione degli obiettivi di investimento e dell’attitudine al rischio, si rilevano, come si è visto, numerosi margini di miglioramento. Ad oggi i quesiti attinenti alle finalità dell’investimento, al profilo di rischio del sottoscrittore, nonché all’*holding period* da questi preferito, tendono ad essere formulati in maniera tale da acquisire pressoché esclusivamente l’autovalutazione dell’investitore.

Come si è avuto modo di apprendere nel capitolo precedente si è notata una maggiore attenzione alla rilevazione dell’atteggiamento emotivo alle perdite e/o alle forti oscillazioni nel valore dell’investimento. Tuttavia tale rilevazione si basa su uno o due quesiti e non si ritiene essere efficaci nella definizione del profilo di rischio del sottoscrittore. Di converso, la rilevazione della finalità dell’investimento e dell’*holding period* preferito dall’investitore continuano ad essere basate unicamente sull’autorappresentazione.

La strutturazione dell’*item* in oggetto, così come proposta, non sembra essere efficiente nel rilevare un *customer profile* attendibile e nell’evidenziare e correggere gli errori e le distorsioni cognitive cui l’individuo è esposto nel corso del processo di scelta in condizioni di incertezza.

La base di partenza per la definizione dell'attitudine al rischio dell'investitore consiste nella definizione della propensione/avversione al rischio dello stesso: tra le diverse procedure in uso per la rilevazione di tale variabile, la metodologia proposta dagli studiosi Holt e Laury<sup>42</sup> rappresenta, ad avviso di chi scrive, la migliore in quanto coniuga aspetti di agevolezza sia da parte del rilevatore (nel caso in esame, l'Intermediario), sia da parte del soggetto valutato (nel caso in esame, il Cliente).

Il modello proposto dagli studiosi – riportato nella tabella seguente – consiste nel somministrare al sottoscrittore dieci coppie alternative di lotterie: (a) lotteria A caratterizzata da un basso grado di rischio; (b) lotteria B caratterizzata da un grado di rischio maggiore.

<i>Numero di lotteria</i>	<i>Opzione A - Safe sequence</i>		<i>Opzione B - Risky Sequence</i>	
L-1	\$ 2,00; p=1/10	\$ 1,60; p=9/10	\$ 3,85; p=1/10	\$ 0,10; p=9/10
L-2	\$ 2,00; p=2/10	\$ 1,60; p=8/10	\$ 3,85; p=2/10	\$ 0,10; p=8/10
L-3	\$ 2,00; p=3/10	\$ 1,60; p=7/10	\$ 3,85; p=3/10	\$ 0,10; p=7/10
L-4	\$ 2,00; p=4/10	\$ 1,60; p=6/10	\$ 3,85; p=4/10	\$ 0,10; p=6/10
L-5	\$ 2,00; p=5/10	\$ 1,60; p=5/10	\$ 3,85; p=5/10	\$ 0,10; p=5/10
L-6	\$ 2,00; p=6/10	\$ 1,60; p=4/10	\$ 3,85; p=6/10	\$ 0,10; p=4/10
L-7	\$ 2,00; p=7/10	\$ 1,60; p=3/10	\$ 3,85; p=7/10	\$ 0,10; p=3/10
L-8	\$ 2,00; p=8/10	\$ 1,60; p=3/10	\$ 3,85; p=8/10	\$ 0,10; p=2/10
L-9	\$ 2,00; p=9/10	\$ 1,60; p=1/10	\$ 3,85; p=9/10	\$ 0,10; p=1/10
L-10	\$ 2,00; p=10/10	\$ 1,60; p=0/10	\$ 3,85; p=10/10	\$ 0,10; p=0/10

**Tabella 12 – Modello di lotterie proposto da Holt e Laury**

<sup>42</sup> Holt C., Laury S. (2002), *Risk Aversion and Incentive Effects*, *American Economic Review*, Vol. 92 Num. 5, pp. 1644-1655.



Come si evince dalla tabella, le lotterie sono caratterizzate da una probabilità di vincita crescente, sia per l'opzione A, sia per l'opzione B.

Quindi viene richiesto al sottoscrittore di indicare l'opzione preferita (*safe* o *risky*) per ciascuna delle dieci lotterie, al fine di individuare il punto di *crossover* tra l'alternativa *safe* e l'alternativa *risky*, cui corrisponde il grado di propensione o avversione al rischio dell'individuo.

In particolare, nella tabella proposta dagli studiosi, il soggetto neutrale al rischio preferirebbe l'alternativa rischiosa (Opzione B) da L-5 in poi, in quanto il valore atteso risulta essere superiore rispetto all'alternativa *safe*. Qualora lo *shift* verso l'alternativa *risky* avvenga successivamente ad L-5 si dedurrebbe che il soggetto è avverso al rischio, qualora, invece, la scelta dell'alternativa rischiosa avvenga prima di L-5 si dedurrebbe che il soggetto è verosimilmente propenso al rischio.

Tale approccio metodologico, qualora inserito nei questionari di adeguatezza, potrebbe consentire all'Intermediario di attribuire una prima classificazione di avversione al rischio dell'investitore, che, integrata con le domande, già presenti, riguardanti il potenziale atteggiamento di fronte ad eventi di perdita, potrebbe costituire la base di partenza per delineare, con gli opportuni aggiustamenti di *debiasing*, il profilo di rischio "corretto".

Altro spunto di miglioramento che si ritiene possa contribuire ad un'attività di profilatura maggiormente efficiente, consta nel rilevare l'esito delle scelte di investimento passate, nonché i comportamenti a queste associate: un quesito di questo tipo potrebbe essere

utile non solo per valutare l'effettivo atteggiamento che l'individuo ha assunto in passato di fronte ad oscillazioni nel valore dei propri investimenti, ma anche per correggere eventuali *bias* comportamentali. A titolo esemplificativo, se l'individuo ha recentemente subito delle perdite, il suo stato emotivo nei confronti dell'investimento sarà negativo e di conseguenza si abbasserà l'attitudine al rischio o, viceversa, potrebbe essere indotto a rischiare maggiormente con l'obiettivo di ripianare le perdite subite. Ancora, se l'individuo è stato in passato protagonista di guadagni a fronte degli investimenti eseguiti, potrebbe mostrare un'eccessiva tolleranza al rischio, rispetto a quella reale, perché esagerata dall'*overconfidence*.

Con l'obiettivo di rilevare quest'ultima distorsione cognitiva, gli studiosi Pan e Statman<sup>43</sup> propongono un quesito costituito da una scala numerata da 1 - "*Sono convinto di non selezionare investimenti con rendimenti superiori alla media*" a 10 - "*Sono convinto di selezionare investimenti con rendimenti superiori alla media*", cui il sottoscrittore deve esprimere il punteggio che maggiormente lo rappresenta. Il risultato ottenuto dovrebbe consentire all'Intermediario di correggere al rialzo ovvero al ribasso l'attitudine al rischio complessiva del soggetto.

Come si è visto dalla breve disamina effettuata sugli studi di finanza comportamentale, anche l'umore e lo stato emotivo in cui l'individuo si trova influenzano la sua tolleranza al rischio: a questo riguardo gli studiosi di cui sopra propongono il quesito "*Quanto ti ritieni complessivamente soddisfatto della tua vita?*" cui l'investitore deve rispondere con

---

<sup>43</sup> Pan C.H., Statman M. (2012), *Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities*, Santa Clara University working paper.

un punteggio da 1 – “*Non soddisfatto*” a 10 – “*Totalmente soddisfatto*”. Anche in questo caso l’Intermediario potrebbe correggere al rialzo ovvero al ribasso l’attitudine al rischio complessiva del soggetto.

Incide sull’attitudine al rischio altresì, la circostanza di mercato: a questo riguardo potrebbe essere utile porre al sottoscrittore il quesito “*Secondo te oggi il mercato finanziario sta attraversando un periodo buono?*”: anche in questo caso l’Intermediario potrebbe correggere al ribasso (in ipotesi di mercato *bullish*) o al rialzo (in ipotesi di mercati *bearish*) l’attitudine al rischio del sottoscrittore.

Resta inteso che l’*iter* di individuazione e di successiva correzione delle distorsioni cognitive costituisce un tema complesso e delicato, in quanto la correzione deve essere corretta sia con riferimento alla direzionalità (al rialzo o al ribasso), sia con riferimento all’intensità della rettifica. Non essendo provato quanto la distorsione cognitiva possa deviare la scelta di investimento dall’alternativa ottima, risulta difficile la quantificazione e l’attribuzione di appositi coefficienti di aggiustamento da assegnare ai punteggi relativi ai diversi *item*.

Un ulteriore tema emerso dall’analisi dei questionari consiste nella rilevazione dell’*holding period* basata unicamente sul *self-assessment*. Tuttavia, considerata la difficoltà di individuazione delle scelte intertemporali, accresciuta dalle alterazioni derivanti dalla *mental accounting*, ricorrere a quesiti che presuppongono l’autocertificazione sembra essere, a parere di chi scrive, l’alternativa migliore. Tuttavia, allo scopo di rendere tale processo maggiormente oggettivo, potrebbero essere

*Constatazioni e spunti*

introdotti, nella rilevazione delle conoscenze, quesiti atti a verificare che il sottoscrittore non ignori il legame esistente tra *holding period*, rischio e rendimento degli investimenti.

# Conclusioni

Tutelare il Cliente attraverso la conoscenza dello stesso.

Conoscere il Cliente per proporre investimenti allineati al *customer profile*.

Questi gli obiettivi che le Autorità di Vigilanza hanno inteso perseguire mediante l'utilizzo del "Questionario di adeguatezza", strumento attraverso cui rilevare l'esperienza e la conoscenza del Cliente in materia di investimenti, la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento.

Condurre un processo allocativo basato su pilastri di correttezza e trasparenza nei confronti dell'investitore consente di apportare benefici sia a livello microeconomico, sia a livello macroeconomico: infatti, in relazione al primo punto consente di allocare strumenti finanziari coerenti con le attese dell'investitore e finalizzati ad assecondare le esigenze di questi; in relazione al secondo punto consente una veicolazione delle scelte di investimento consapevoli e, pertanto, caratterizzate da un maggior grado di stabilità,

con riflessi positivi sull'andamento del mercato finanziario, meno soggetto a discontinuità.

Dall'analisi svolta si è avuto modo di apprendere come sia complesso e difficoltoso delineare un profilo attendibile dell'investitore: infatti, se secondo una prima formulazione la struttura del questionario *compliant* a MIFID1 fondava la sua essenza sul paradigma finanziario dell'*homo oeconomicus*, le riflessioni e le critiche sull'attendibilità di tale strumento di rilevazione hanno condotto ad una rivisitazione dello stesso, allo scopo di cogliere aspetti emozionali e caratteristiche soggettive.

Negli ultimi anni la sfida principale si è combattuta, quindi, nel campo della *behavioural finance*: il Cliente cessa di essere semplicemente "agente economico", per estendere la sua sostanza e diventare "individuo" e, per ciò stesso, caratterizzato da propri sentimenti, preferenze, comportamenti, divenendo un complesso di componenti comportamentali ed emozionali legate alla sfera umana.

La *behavioural finance* assume il ruolo di chiave di volta per definire in maniera maggiormente realistica la sostanza empirica del "*know your customer*", facendo leva sui seguenti pilastri fondamentali: (a) leggere in maniera critica le risposte del questionario, soprattutto se frutto di *self-assessment* da parte del sottoscrittore; (b) formulare quesiti *compliant* alle evidenze fornite dalla finanza comportamentale, che ha dimostrato come la formulazione dei quesiti possa influenzare il processo di scelta; (c) disegnare un'architettura dei questionari "intelligente", atta ad evidenziare le eventuali contraddizioni nelle risposte rese dal sottoscrittore.

Ancora, nel campo comportamentale muta il concetto di tolleranza al rischio, che viene ad assumere un'ottica pluridimensionale ed integrata, costituita da componenti oggettive, quali la capacità di rischio e la conoscenza del rischio, e soggettive, quali l'attitudine e la propensione al rischio. Diventa imprescindibile, pertanto, integrare nel questionario tale multidimensionalità, ponendo attenzione alla rilevazione delle variabili psicologiche e all'utilizzo di tecniche di *debiasing*.

L'attività di analisi di cui al presente elaborato, a seguito dell'approfondimento del contesto normativo di riferimento – ivi compresa l'evoluzione dello stesso nel corso del tempo – e delle evidenze emerse dagli studi di *behavioural finance* – quali i meccanismi distorsivi derivanti dalle euristiche e dai *bias* comportamentali –, si concentra dapprima sull'analisi dei questionari di adeguatezza in uso *ante* 2018 (ossia *compliant* a MIFID1), per poi dedicarsi all'esame dei questionari redatti *post* 2018 (ossia *compliant* a MIFID2), rilevandone temi aperti, evoluzioni e spunti di miglioramento.

Dall'analisi effettuata sui questionari in vigore *ante* 2018 sono state evidenziate molteplici criticità e spunti di miglioramento, derivanti per lo più dall'essere strutturati in maniera tale da fare affidamento unicamente sull'autocertificazione e sul *self-assessment* del sottoscrittore. In linea generale la totalità del campione analizzato è risultata rispettosa delle prescrizioni minime dettate dalla MIFID1, ma totalmente carente degli spunti che la finanza comportamentale ha, nel corso degli anni, fatto emergere. In particolare, nell'indagare l'ambito relativo alle esperienze e alle conoscenze dell'investitore i questionari sono risultati poco consistenti: la rilevazione è stata fondata sull'autovalutazione del sottoscrittore attraverso una serie di quesiti a risposta

dicotomica o attraverso *leading questions*. Per quanto attiene alla rilevazione della situazione finanziaria, l'Intermediario ha rilevato l'ammontare di reddito e di indebitamento *as-is* (ossia al momento di sottoscrizione del questionario), ignorando la rilevazione di variabili sociometriche che influiscono sulla quantificazione della capacità di rischio (quali, ad esempio età, composizione del nucleo familiare, stato civile) nonché la rilevazione di eventuali indicazioni prospettiche in riferimento ad oscillazioni nell'ammontare di ricchezza (derivanti da mutamenti dei guadagni e/o delle spese). Anche nella rilevazione degli obiettivi di investimento si è avuto modo di riscontrare il totale affidamento alle risposte rese dal sottoscrittore attraverso un numero limitato di domande – in alcuni casi non completamente aderenti alle linee guida emanate dalle Autorità competenti – e inadatte ad indagare in maniera consistente la propensione/avversione al rischio, l'atteggiamento emotivo alle perdite e/o alle forti oscillazioni nel valore degli investimenti, nonché a rilevare e, in seconda battuta, a correggere, le distorsioni cognitive insistenti sul processo di scelta. Con riferimento al registro linguistico utilizzato, il principale limite riscontrato è stato la mancanza in molteplici quesiti delle proprietà di precisione, unicità ed oggettività richieste: tale mancanza è riscontrabile in particolar modo all'interno dei *set* di domande relative all'*item* "Esperienza e Conoscenza" e "Obiettivi di investimento".

Il presente lavoro è proseguito con l'analisi dei questionari entrati in vigore il giorno 1 gennaio 2018 (*post* 2018), i quali hanno subito una rivisitazione alla luce delle indicazioni derivanti dalla MIFID2. A livello generale si è riscontrato un deciso miglioramento nell'attendibilità dei questionari: da un lato la rilevazione delle conoscenze è stata



oggettivizzata attraverso una serie di quesiti a risposta multipla, che presuppongono la conoscenza dei meccanismi di funzionamento di base del mercato finanziario e delle principali caratteristiche dei prodotti in esso negoziati; dall'altro lato è migliorata la rilevazione della situazione finanziaria, resa maggiormente consistente dall'introduzione di quesiti riguardanti lo stato civile e il numero di familiari a carico.

Rimangono ancora, ad avviso di chi scrive, diversi margini di miglioramento, per i quali si rimanda alle ipotesi formulate al capitolo precedente. In linea generale si sono proposti spunti di integrazione atti a testare la veridicità delle informazioni rese dall'investitore e a mettere in luce gli eventuali meccanismi distorsivi che potrebbero interessare il suo processo di scelta.

Resta inteso che l'*iter* di individuazione e di successiva correzione delle distorsioni cognitive costituisce un tema complesso e delicato, in quanto la correzione della tolleranza al rischio deve essere rettificata sia con riferimento alla direzionalità (al rialzo o al ribasso), sia con riferimento all'intensità della modifica. Non essendo provato quanto la distorsione cognitiva possa deviare la scelta di investimento dall'alternativa ottima, risulta difficile la quantificazione e l'attribuzione di appositi coefficienti di aggiustamento da assegnare ai punteggi relativi ai diversi *item*.

Ulteriore quesito che rimane aperto è la metodologia ottimale per la rilevazione dell'*holding period*. L'analisi dei questionari ha posto in evidenza come, ad oggi, la stessa sia il risultato del *self-assessment* del sottoscrittore, con le conseguenti inefficienze che tale modalità valutativa porta con sé. Tuttavia, in considerazione della complessità che

comporterebbe la rilevazione delle preferenze di scelta intertemporale accresciuta dalle alterazioni derivanti dalla *mental accounting*, ricorrere a quesiti che presuppongono l'autocertificazione sembra essere l'alternativa migliore. L'inserimento nel questionario di quesiti atti a verificare che il sottoscrittore non ignori il legame esistente tra *holding period*, rischio e rendimento degli investimenti potrebbe essere considerato un espediente di mitigazione delle distorsioni indotte dall'autovalutazione.

Si rileva, peraltro, che porre domande come “*Quali sono i suoi obiettivi di investimento?*” o “*Qual'è l'holding period da lei preferito?*”, induce il Cliente a pensare al proprio patrimonio da investire in maniera monolitica e ciò pregiudica la rilevazione dei bisogni latenti. Per di più, negli individui avversi o neutrali al rischio, tali quesiti compromettono la possibilità di diversificare adeguatamente il portafoglio: infatti, se il sottoscrittore viene classificato come individuo avverso al rischio, non potrà investire in strumenti maggiormente rischiosi nemmeno una percentuale bassa della propria ricchezza disponibile.

Alle criticità finora ripercorse si aggiunge che, stante il fatto che ciascun Intermediario provvede ad una propria strutturazione del questionario di adeguatezza e dei punteggi e degli algoritmi allo stesso associati, ad uno stesso individuo può con ogni probabilità essere attribuito un *customer profile* differente in funzione del questionario proposto e delle numeriche di calcolo sottostanti.

A parere di chi scrive, rivedere il questionario alla luce degli spunti emersi e prevedere appositi tavoli di lavoro dedicati cui possano prendere parte gli intermediari bancari con

il supporto delle Autorità di regolamentazione nazionali, potrebbe essere l'occasione per la realizzazione di uno strumento valido ed attendibile, a garanzia di equità di trattamento del Cliente. Tale processo potrebbe poi concludersi con la creazione di un archivio unico a livello nazionale, contenente il censimento di tutti i profili di rischio dei sottoscrittori che effettuano operazioni di investimento, eliminando la componente di discrezionalità che deriva da una rilevazione parcellizzata e, in quanto rispondente a logiche di calcolo riservate, poco trasparente.



# Bibliografia

Alemanni B. (2015), *“Finanza comportamentale. Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro”*, Egea, Milano.

Anbar A. e Eker M., (2010), “An Empirical Investigation for Determining of the Relation Between Personal Financial Risk Tolerance and Demographic Characteristic”, *EGE Academic Review*, 10 (2), 503-523.

Baber B., Odean T. (2008), “Review of Financial Studies – All that glitters: the effect of attention and news on buying behavior of individual and institution investors”, *The Review of Financial Studies*, 21 (2), 785–818.

### Bibliografia

Barucci E., (2000), *“Teoria dei mercati finanziari: equilibrio efficienza, informazione”*, Il Mulino, Bologna.

Ce.R.D. - Centro di Ricerca sul Rischio e la Decisione (2011), *Teoria del prospetto: avversione alla perdita, framing e status quo* [On-line], Disponibile su <http://dokodoc.com/teoria-del-prospetto-avversione-alle-perdita-framing-e-statu.html>.

Cervellati E., Parrella F. e Spallone M. (2012), *“Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela”*, CASMEF, Working paper 13.

Commissione Europea (2010), Public Consultation, *“Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”* [On-line], Disponibile su [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf).

Conti V. (2012), *“Rischio, regole, responsabilità: il sentiero stretto che ci consegna la crisi”*, *Bancaria*, n. 5.

Damasio A. (2000), *L'errore di Cartesio*, Adelphi, Milano.

Davey G. (2012), *“On the stability of risk tolerance”*, Finametrica Pty, Sydney.

### *Bibliografia*

De Meza D., Irlenbush B., Reyniers D. (2008), "Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective", *Consumer research No. 69*, FSA, Londra.

De Palma A., Picard N. (2010), "*Evaluation of MiFID Questionnaires in France*", Study for the AMF.

ESMA, (2012), *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID*, n. 387 [On-line], Disponibile su [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387\\_it.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf).

Fama E. F. (1970), "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25 (2), Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, 383–417.

Ferretti R., Rubatelli E. e Rumiati R. (2011), *La mente finanziaria. Economia e psicologia al servizio dell'investitore*, Il Mulino, Bologna.

Financial Services Authority (2011), "*Assessing Suitability: Establishing the Risk a Customer is Willing and Able to Take and Making a Suitable Investment Selection*" [On-line], Disponibile su [http://www.fsa.gov.uk/pubs/guidance/fg11\\_05.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/guidance/fg11_05.pdf).

Gadarowsky C. (2002), "Financial Press Coverage and Expected Stock Returns", Working Paper, Cornell University.

### *Bibliografia*

Holt C., Laury S. (2002), "Risk Aversion and Incentive Effects", *American Economic Review*, Vol. 92 Num. 5, pp. 1644-1655.

Iezzi S., (2008), "Attitudine al rischio degli investitori e comportamento rischioso: un approccio Bayesiano con informazione imperfetta", Banca d'Italia, Working Paper 692.

Kahneman D., Tversky A. (1974), "Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases", *The British Journal for the Philosophy of Science*, 36 (3), 331-340.

Kahneman D. e Tversky A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47 (2), 263-292.

Kanizsa G. (1991), "Vedere e pensare", Il Mulino, Bologna.

Kimball M.S., Sahm C.R. e Shapiro M.D, (2009), "Risk Preferences in the PSID: Individual Imputations and Family Covariation", *American Economic Review*, 99 (2), 363-368.

Koszegi B., Rabin M. (2006), "A Model of Reference-Dependent Preferences", *The Quarterly Journal of Economics*, 121 (4), 1133-1165.

Linciano N. (2014), "Le indicazioni della finanza comportamentale per i securities regulators: le iniziative della Consob. Dal PIL al BES: Il comportamento del consumatore



### *Bibliografia*

*nell'economia reale*" [On-line], Disponibile su [http://www.consumerismo.it/wp-content/uploads/2014/03/linciano\\_21\\_03\\_14.pdf](http://www.consumerismo.it/wp-content/uploads/2014/03/linciano_21_03_14.pdf).

Linciano N., Soccorso P. (2012), *"La rilevazione della tolleranza al rischio attraverso il questionario"*, Consob discussion paper, n. 4.

Lo A.W., Repin D.V. (2002), The Psychophysiology of Real-Time Financial Risk Processing, *Journal of Cognitive Neuroscience*, 14(3), 323-339.

Loewenstein G.F., Weber E.U., Hsee C.K., Welch N. (2001), "Risk as Feelings", *Psychological Bulletin*, 127 (2), 267-286.

Lucarelli C. (2011), "Consulenza e tolleranza al rischio: vantaggi e limiti dell'auto-profilazione", in Oriani M. e B. Zanaboni (a cura di), *La consulenza finanziaria*, Il Sole24Ore, Milano, 201-217.

Marinelli N., Mazzoli C. (2011), *"An insight into the suitability practice: the standard questionnaire dilemma"*, Research paper, The Sapienza University of Rome.

Menon M. e F. Perali (2011), "Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What Can We Learn for the MiFID Directive?", *Quaderni di Finanza Consob*, 68, 49-80.

### Bibliografia

Mejers-Levy J. (1989), "*Gender Differences in Information Processing: A Selectivity Interpretation*", in Cafferata P. e Tybout A.M. (a cura di), *Cognitive and affective responses to advertising*, MA: Lexington Books/DC Heath & Com., Lexington

Pan C.H., Statman M. (2012), *Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities*, Santa Clara University working paper.

Shiller R.J. (2005), "*Irrational Exuberance*", Princeton University Press, Princeton, NJ.

Soccorso P. (2014), "*La centralità dell'informazione nella relazione intermediario-cliente*", in Rojas Elgueta G. e Vardi N. (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto private*, Roma TrE-Press, Roma, 211-226.

Soccorso P. (2015), "*La rilevazione della tolleranza al rischio nei questionari MiFID. Le indicazioni della finanza comportamentale*", Consob, Ufficio Studi Economici.

Terrence A. Hallahan, Robert W. Faff, Michael D. McKenzie (2004), An empirical investigation of personal financial risk tolerance, *Financial Services Review*, 13, 57-78.

Thaler R. H., Sunstein C. R. (2008), *Nudge: Improving Decision about Health, Wealth and Happiness*, Yale University Press, New Haven (CT).

*Bibliografia*

Van de Venter, G., Michayluk, D., & Davey, G. (2012), "A longitudinal study of financial risk tolerance", *Journal of Economic Psychology*, 33 (4), 794–800.



# Ringraziamenti

Mi chiedo: *“ma davvero?”*

Se questo breve elaborato è stampato e lo stiamo leggendo...beh, sì...è vero.

Dopo una salita tortuosa, il paesaggio, da qui, è uno spettacolo.

Ed è per questo che devo dire grazie a chi mi ha permesso di arrivare alla cima.

La mia gratitudine va al Professor Corazza, che ha assecondato le mie comparse e scomparse: grazie per avermi seguito in questo “percorso allungato” da laureanda, per aver compreso le esigenze e le tempistiche di cui avevo bisogno e, soprattutto, per avermi dato la possibilità di analizzare una disciplina in divenire e ancora non particolarmente conosciuta.

Nonostante le insistenze pressanti per portare a termine questo percorso formativo, non posso fare a meno di menzionare i miei genitori: grazie per essere stati al mio fianco

### *Ringraziamenti*

sempre in questi anni di profondo cambiamento personale e professionale e per aver sempre assecondato le mie scelte. Vi voglio bene.

Grazie a mia sorella, Anita, per aver assunto le vesti di “padre spirituale” nei diversi momenti di crisi: grazie per l’ascolto, per gli “in bocca al lupo” puntuali e per aver sempre mantenuto un profondo “segreto professionale”. Che tu possa proseguire nel cammino che ti porta alla felicità.

Grazie a coloro che ci sono sempre stati e a coloro a cui, pur non essendo più al mio fianco, devo molto e questo non lo dimenticherò mai.

Beh, grazie anche al mio conto in banca...che è riuscito a sopportare anni e anni di tasse universitarie.

A Giuseppe, per l’appoggio e la presenza costante. Possa diventare realtà ogni desiderio che hai nel cuore.