

# Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela

NOVEMBRE 2012

A cura di:

Enrico Cervellati, Università di Bologna e Luiss Guido Carli

Filippo Parrella, Università di Perugia

Marco Spallone, Università G. d'Annunzio di Chieti e Pescara e CASMEF – Luiss Guido Carli

La presente ricerca è stata realizzata dal **Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari** della Luiss Guido Carli grazie al contributo di **Assoreti**.

Gli autori desiderano ringraziare la Prof.ssa Mirta Musolino per il suo contributo durante le fasi preparatorie del progetto e le fruttuose conversazioni durante il suo svolgimento.

## Sommario

<b>1. Introduzione</b>	<b>3</b>
<b>2. Gli aspetti normativi</b>	<b>4</b>
<b>3. La situazione attuale dei questionari</b>	<b>9</b>
<b>4. Gli aspetti economici: l'elicitazione delle preferenze</b>	<b>10</b>
4.1 <i>L'elicitazione delle preferenze per il rischio</i>	13
4.2 <i>La tolleranza al rischio e i bias comportamentali</i>	16
4.3 <i>Conti mentali e obiettivi di investimento</i>	18
4.4 <i>Overconfidence e propensione alla massimizzazione</i>	19
4.5 <i>Rammarico, fortuna e competenza</i>	21
4.6 <i>Fiducia, soddisfazione e felicità</i>	23
4.7 <i>Emozioni e tolleranza al rischio</i>	24
<b>5. La struttura dei questionari e la loro somministrazione</b>	<b>25</b>
<b>6. La costruzione di un indice sintetico</b>	<b>26</b>
<b>7. Conclusioni</b>	<b>29</b>

**Abstract.** Il presente lavoro ha come obiettivo principale quello di proporre una revisione degli attuali questionari con l'obiettivo di farli diventare strumenti di lavoro utili ed efficaci per gli intermediari e, allo stesso tempo, strumenti di tutela reale per i risparmiatori. In particolare, nel rispetto della normativa, si desidera proporre una struttura di questionario che permetta di derivare il profilo di rischio dei risparmiatori, considerando anche gli aspetti comportamentali che influiscono sulle loro scelte di investimento. Il valore aggiunto di questo progetto sta nel voler suggerire il percorso da intraprendere per trasferire ai questionari gli avanzamenti registrati dalla recente letteratura economica sia in ambito sperimentale circa le scelte individuali in condizioni di incertezza sia in ambito finanziario circa gli effetti sulle scelte di investimento delle distorsioni di natura comportamentale. In questo senso, il contributo è prevalentemente metodologico, essendo ovvio che la stesura di un questionario vero e proprio deve necessariamente dipendere dalle esigenze strategiche degli intermediari interessati, dalla tipologia della loro clientela e, naturalmente, dal loro mercato di riferimento. Il lavoro propone sostanzialmente di partire dal concetto economico di avversione al rischio per arrivare, attraverso una serie di aggiustamenti, basati sui risultati ottenuti dalla recente letteratura economica e finanziaria, alla definizione di tolleranza al rischio e alla classificazione degli investitori. La procedura descritta presenta una serie di questioni aperte che nel corso dello studio sono messe in evidenza e la cui soluzione pratica è rimandata al momento di un'eventuale implementazione.

## 1. Introduzione

La normativa vigente, in particolare la Direttiva MiFID e la sua legge di attuazione in Italia, obbliga gli intermediari a servirsi di questionari per individuare il profilo di rischio dei risparmiatori e proporre loro soluzioni di investimento coerenti con tale profilo. I questionari sono spesso interpretati, da intermediari e clienti, quasi esclusivamente come un obbligo di legge da soddisfare, senza veramente comprenderne le potenzialità strategiche. La recente rivisitazione della normativa (*MiFID Review*) può rappresentare l'occasione per riconoscere ai questionari il loro vero ruolo di strumento potente per una corretta gestione del risparmio; tale riconoscimento, però, deve passare necessariamente attraverso una rivisitazione profonda della loro struttura e, soprattutto, dei loro contenuti. Ne dovrebbe seguire, auspicabilmente, anche un mutamento naturale del modo di concepire e quindi di compilare il questionario, da intendere, finalmente, quale strumento attraverso il quale il risparmiatore possa giungere ad acquisire, se non la comprensione degli strumenti finanziari, forse appannaggio degli addetti ai lavori, quanto meno una più realistica percezione del rischio e una maggior consapevolezza della propria attitudine a correrlo attraverso gli investimenti in strumenti finanziari.

Il presente lavoro ha come obiettivo principale quello di proporre una revisione degli attuali questionari con l'obiettivo di farli diventare strumenti di lavoro utili ed efficaci per gli intermediari e, allo stesso tempo, strumenti di tutela reale per i risparmiatori. In particolare, nel rispetto della normativa, si desidera proporre una struttura di questionario che permetta di derivare il profilo di rischio dei risparmiatori, considerando anche gli aspetti comportamentali che influiscono sulle loro scelte di investimento.

Il valore aggiunto di questo progetto sta nel voler suggerire il percorso da intraprendere per trasferire ai questionari gli avanzamenti registrati dalla recente letteratura economica sia in ambito sperimentale circa le scelte individuali in condizioni di incertezza sia in ambito finanziario circa gli effetti sulle scelte di investimento delle distorsioni di natura comportamentale. In questo senso, il contributo è prevalentemente metodologico, essendo ovvio che la stesura di un questionario vero e proprio deve necessariamente dipendere dalle esigenze strategiche degli intermediari interessati, dalla tipologia della loro clientela e, naturalmente, dal loro mercato di riferimento.

Le sezioni che seguono questa introduzione sono sei. La Sezione 2 discute gli aspetti normativi rilevanti, con particolare riferimento ai contenuti della MiFID e ai più recenti orientamenti

comunitari. La Sezione 3 descrive la situazione attuale dei questionari in Italia, avvalendosi dei risultati di una recente ricerca campionaria della Consob ed evidenziando le necessità di miglioramento. La Sezione 4 suggerisce alcune tecniche per l'elicitazione delle preferenze verso il rischio, illustra le possibili distorsioni di natura comportamentale che possono inficiare i risultati ottenuti attraverso tali tecniche e i possibili rimedi. Le sezioni 5 e 6 si occupano di definire le questioni connesse alla struttura del questionario, alle modalità di compilazione e, soprattutto, alla costruzione di un indice sintetico in grado di classificare gli investitori in modo appropriato. La Sezione 7 conclude.

## 2. Gli aspetti normativi

La MiFID ha posto a carico dell'intermediario l'obbligo di valutare l'adeguatezza degli strumenti finanziari nella prestazione del servizio di gestione e del servizio di consulenza<sup>1</sup>.

Al fine di poter compiere tale valutazione l'intermediario deve ottenere dal cliente le informazioni necessarie in merito a (art. 19(4) MiFID):

- 1) Esperienze e conoscenze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio;
- 2) Situazione finanziaria<sup>2</sup>;
- 3) Obiettivi di investimento.

La valutazione del primo profilo è richiesta obbligatoriamente solo nei riguardi dei clienti al dettaglio (*retail*); la valutazione del secondo profilo è richiesta obbligatoriamente anche nei confronti dei clienti professionali "su richiesta" (il cui elenco si rinviene nella sezione II dell'allegato II alla MiFID); la valutazione del terzo profilo è richiesta obbligatoriamente nei confronti di tutti i clienti, compresi quindi anche i clienti professionali sia "su richiesta" sia "di diritto" (questi ultimi elencati nella sezione I del citato allegato II).

---

<sup>1</sup> La regola dell'adeguatezza ha origine negli USA come risposta alle tecniche messe in atto da *brokers* e *dealers* per spingere i risparmiatori a prendere decisioni immediate. Cfr., al riguardo, Cox, J., Hillman, R., Langewoort, D. (1997) "Securities Regulation Cases and Materials", 2nd edn., 1104 – 1110.

<sup>2</sup> Con la MiFID *review* si sta precisando che le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente o del potenziale cliente debbano riguardare anche la sua capacità di sostenere perdite e la sua tolleranza al rischio, quali elementi da tenere in particolare considerazione nell'individuazione dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari da raccomandare al medesimo (art. 25(1) del testo approvato dal Parlamento europeo in data 26 ottobre 2012).

La direttiva 2006/73/CE (direttiva di livello 2) ha stabilito, negli artt. 35(3)(4) e 37(1), quali debbano essere nel dettaglio le informazioni minimali da acquisire in merito a ciascuno dei tre menzionati profili, ove rilevanti e proporzionate al servizio offerto, alle caratteristiche dei prodotti e all'ammontare dell'investimento. Così, si devono specificare:

- 1) In merito al primo profilo (esperienze e conoscenze),
  - 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 e la professione o, se rilevante, la precedente professione;
  
- 2) In merito al secondo profilo (situazione finanziaria),
  - La fonte e la consistenza del reddito regolare;
  - Le attività, comprese quelle liquide;
  - Gli investimenti e i beni immobili;
  - Gli impegni finanziari regolari;
  
- 3) In merito al terzo profilo (obiettivi di investimento),
  - Il periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento;
  - Le sue preferenze in materia di rischio;
  - Il suo profilo di rischio;
  - Le finalità dell'investimento.

Il surriferito obbligo di adeguatezza è intrinsecamente collegato alla natura dei servizi di gestione e di consulenza. Per altro, con l'avvento della MiFID tale obbligo si è arricchito di contenuti improntati a un maggior rigore che si coglie, oltre che nella previsione di un'analisi più minuziosa dei tre ricordati profili in cui si deve scomporre la relativa valutazione, anche e soprattutto nella scelta di non consentire la prestazione dei suddetti servizi in mancanza di informazioni sufficienti al fine di poter valutare l'adeguatezza delle operazioni da compiere o da raccomandare (art. 19(4) MiFID; art. 35(5) direttiva di livello 2). In particolare, l'inderogabilità dell'obbligo di adeguatezza basato su un set sufficiente di informazioni fa sì che l'intermediario non possa più limitarsi a parametrare la gestione e le raccomandazioni alle istruzioni del cliente, ma debba procedere ad una autonoma rilevazione delle sue esigenze e misurare poi su di esse gli investimenti da realizzare o raccomandare.

Si compie, così, un deciso salto di qualità rispetto al passato. L'ordinamento prende realisticamente atto della insufficienza di una tutela fondata esclusivamente sulla eliminazione delle asimmetrie informative, in ciò confortato dagli studi delle scienze comportamentali<sup>3</sup>, ed esige dall'intermediario una preliminare valutazione del profilo del cliente al quale dover poi rapportare l'attività gestoria o le raccomandazioni d'investimento<sup>4</sup>.

In tal modo l'ordinamento rende più onerosa la prestazione dei servizi di gestione e di consulenza senza, tuttavia, indugiare verso forme di regolamentazione dirigistica, poiché riconosce agli investitori la facoltà di determinare da sé i propri investimenti mediante l'accesso a meno costosi servizi a carattere esecutivo, nella prestazione dei quali la valutazione dell'intermediario circa le scelte di investimento compiute dal cliente è circoscritta al solo profilo delle sue conoscenze ed esperienze e può essere in ogni caso oggetto di rinuncia da parte del medesimo. Ma perché il servizio si configuri a carattere esecutivo occorre che il ruolo dell'intermediario sia effettivamente limitato all'esecuzione delle disposizioni di investimento impartite dal cliente di sua iniziativa. Una comunicazione dell'intermediario relativa ad una o più specifiche operazioni in strumenti finanziari che venga presentata come adatta al cliente o che sia basata sulla considerazione delle sue caratteristiche avrebbe l'effetto di orientarne le scelte d'investimento e ricadrebbe nella definizione, volutamente ampia, non aulica, del servizio di consulenza, con la conseguenza che quella stessa comunicazione dovrebbe essere sottoposta preventivamente al vaglio dell'adeguatezza da parte dell'intermediario. Circoscritta la valutazione di adeguatezza alla prestazione dei servizi di gestione e di consulenza, l'obiettivo della protezione del risparmiatore è stato quindi conseguito attraverso l'estensione della nozione di consulenza, che ricomprende al suo interno, in particolare, anche la vendita c.d. assistita, avente ad oggetto i prodotti collocati dall'intermediario per conto delle società committenti<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> La finanza comportamentale muove dalla constatazione che gli investitori continuano a commettere errori sebbene siano completamente informati, per arrivare a individuare il rischio da rimuovere non nelle asimmetrie informative, bensì nei comportamenti irrazionali, e per perseguire il risultato di indurre il risparmiatore a compiere scelte di investimento non informate, bensì prudenti: Klöhn, L. (2009), "Preventing Excessive Retail Investor Trading under miFID: A Behavioural Law & Economics Perspective", *European Business Organization Law Review*, 439 s.

<sup>4</sup> Si è, così, parlato di assorbimento degli obblighi informativi all'interno del controllo di adeguatezza, rispondente ad una visione più paternalistica dell'ordinamento giuridico: v., nella letteratura anglosassone, particolarmente Moloney, N. (2005), "Building a Retail Investment Culture through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive", *European Business Organisation Law Review*, 6, 403 ss., e, in quella italiana, Perrone, A. (2010), "Gli obblighi di informazione", in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di D'Apice, R., 503.

<sup>5</sup> Che anche la vendita di strumenti finanziari possa ricadere nella nozione di consulenza costituisce conclusione sicura alla luce sia della nozione del servizio di consulenza, basata esclusivamente sugli elementi della personalizzazione della raccomandazione e dell'oggetto specifico dell'operazione raccomandata (art. 4(1) n. 4, MiFID; art. 52, direttiva di livello 2), sia anche della previsione contenuta nell'art. 4(1) n. 25, MiFID, ai sensi della quale l'agente collegato (ossia, in Italia, il promotore finanziario agente) viene abilitato, fra l'altro, a prestare consulenza (anche) sugli strumenti finanziari che colloca per conto dell'intermediario preponente. Alla luce di ciò gli intermediari che operano nel settore dell'offerta fuori sede hanno impostato la relazione con i clienti su base consulenziale, valorizzando l'apporto professionale dei promotori finanziari. La

La più elevata protezione che l'ordinamento riconosce all'investitore nella prestazione dei servizi di gestione e di consulenza rispetto a quella offerta dai servizi a carattere esecutivo consiste, dunque, nel rilevato obbligo inderogabile dell'intermediario di valutare l'adeguatezza delle operazioni rispetto al profilo dell'investitore che, come visto, spetta all'intermediario ricostruire. Va da sé, quindi, che l'attenzione si concentri sulla corretta determinazione di tale profilo.

Del resto, la centralità del modo di determinazione del profilo del cliente appare evidente se solo si considera che dal profilo dipende la selezione delle operazioni da compiere (nella gestione) o raccomandare (nella consulenza). Di qui l'esigenza, ben presente al legislatore comunitario, di evitare fenomeni elusivi, basati magari su un'artata regolazione a posteriori dei profili della clientela. Vengono qui in rilievo le regole di classificazione della clientela contenute nel già menzionato allegato II della MiFID. Fra tali regole vi è anche quella secondo cui, con riguardo ai clienti sia *retail* sia professionali su richiesta, gli intermediari *“non dovrebbero presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle delle categorie elencate alla sezione I”* (clienti professionali “di diritto”), aggiungendosi che *“qualunque riduzione della protezione prevista dalle norme standard di comportamento delle imprese è considerata valida solo se dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente l'impresa di investimento possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente è in grado di adottare le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume”*.

Trova, così, espressione nella Direttiva un criterio sostanzialistico, in virtù del quale la classificazione iniziale del cliente come professionale (non di diritto) o come *retail* non può basarsi su un'autovalutazione del cliente stesso, ma deve essere determinata dall'intermediario sulla base di procedure predeterminate per iscritto che tengano conto non tanto, o non soltanto, di quanto il cliente riferisca, quanto di quello che il cliente effettivamente sia, o, forse, più realisticamente,

---

Consob ha svolto al riguardo un importante ruolo di guida, palesando al mercato, contestualmente all'entrata in vigore della MiFID, il rischio che il servizio di collocamento, quando svolto instaurando una relazione fisica diretta con l'investitore, possa scivolare nella prestazione di raccomandazioni personalizzate, sottoposte al regime più severo dell'adeguatezza. È significativo il seguente passo del documento della CONSOB, *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimento*, allegato agli *Esiti della consultazione* sul nuovo regolamento intermediari, del 30 ottobre 2007: “non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, nel caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti”.

appaia essere alla luce di tutte le informazioni che l'intermediario riceva da lui, nonché di quelle di cui già disponga o possa disporre autonomamente e, infine, di quelle che possa richiedergli aggiuntivamente in vista della costruzione di un profilo il più possibile obiettivo: risultato, questo, al corretto conseguimento del quale dovrebbero essere di supporto gli studi di finanza comportamentale, ormai richiamati esplicitamente anche dalle istituzioni comunitarie<sup>6</sup>.

E analogo criterio sostanzialistico dovrebbe presiedere alle ulteriori sub-profilature della clientela finalizzate ad individuare la classe iniziale di rischio fra quelle in cui sono suddivise le categorie dei clienti professionali e dei clienti *retail*, nonché le variazioni successive di classe nel corso del rapporto.

E' in tale ordine di idee che si collocano le *Guidelines* dell'ESMA *on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, del 6 luglio 2012 (ESMA/2012/387). Con esse l'ESMA ha posto l'accento sulla errata tendenza dell'intermediario a sottrarsi alle proprie responsabilità dando l'impressione che sia il cliente a decidere sull'adeguatezza dell'investimento<sup>7</sup>. Particolarmente rileva in questa sede la Linea guida n. 5, sull'*attendibilità delle informazioni fornite dal cliente*, in virtù della quale "gli intermediari devono adottare procedure tese ad assicurare che le informazioni raccolte e relative al cliente siano attendibili. In particolare: a) non devono fare eccessivo affidamento sull'autovalutazione del cliente in relazione alla sua conoscenza, esperienza e situazione finanziaria; b) devono assicurare che gli strumenti impiegati nel procedimento di valutazione dell'adeguatezza siano appropriati (es. le domande non sia formulate in modo tale da spingere il cliente verso uno specifico tipo di investimento); c) devono adottare misure volte ad assicurare la coerenza delle informazioni relative al cliente".

L'ESMA richiede, dunque, che gli intermediari si accertino dell'affidabilità delle informazioni raccolte, evitando di affidarsi all'autovalutazione del cliente e assicurandosi che gli strumenti impiegati per la rilevazione delle informazioni siano coerenti ed adeguati (ad esempio, utilizzando questionari costituiti da domande comprensibili). Ovviamente, la richiesta di trasparenza circa le tecniche usate per elicitare le preferenze verso il rischio va nella direzione di rendere l'investitore partecipe delle procedure e, allo stesso tempo, di rendere evidente l'importanza di tali procedure per le scelte di investimento future.

---

<sup>6</sup> Già nel novembre 2008 la Commissione europea aveva dato rilevanza alla prospettiva delle scienze comportamentali per una più corretta regolamentazione a tutela dei consumatori, interrogandosi sulla rilevanza degli errori che possono essere commessi specialmente in campo finanziario (EC, *How Can Behavioural Economics Improve Policies Affecting Consumers?*, disponibile al link [http://ec.europa.eu/consumers/dyna/conference/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/consumers/dyna/conference/index_en.htm)).

<sup>7</sup> Analoga esigenza di una maggiore responsabilizzazione dell'intermediario nella profilatura della clientela si rinviene nel recente lavoro di Linciano e Soccorso (2012), "La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario", *Consob Discussion Paper*, 4.

Ciò è in linea con la necessità di acquisire informazioni circa il profilo di rischio degli investitori utilizzando metodologie più sofisticate rispetto a quelle correntemente in uso. Il nuovo questionario che si vuole proporre è costruito sulla base di tecniche di elicitazione delle preferenze tipiche dell'economia sperimentale, volte a far emergere anche attraverso domande indirette il grado di avversione alle perdite del cliente. Esso rappresenta così uno strumento attraverso il quale l'intermediario può arrivare a determinare autonomamente un profilo del cliente obiettivo e scientificamente attendibile: ciò nella premessa, a questo punto più chiara anche al cliente, che il profilo che emerge dal questionario costituirà poi il parametro di riferimento per l'individuazione dei tipi di strumenti finanziari a lui adatti.

### **3. La situazione attuale dei questionari**

Un recente studio della Consob<sup>8</sup> ha messo in luce attraverso un'indagine campionaria su un insieme rappresentativo di intermediari i limiti degli attuali questionari per la profilatura della clientela.

Oltre ad una serie di problemi inerenti alla strutturazione ed alla somministrazione dei questionari (in particolare, il ricorso quasi esclusivo a risorse interne prive delle capacità e delle conoscenze necessarie e le carenze linguistiche riscontrate in alcune delle domande), i questionari sono stati giudicati insoddisfacenti relativamente al loro contenuto. Nello specifico:

- Si è sottolineato che quasi tutti i questionari si limitano a seguire le prescrizioni minime di legge e non considerano gli avanzamenti della letteratura economica e finanziaria, soprattutto di tipo comportamentale, sui temi delle preferenze e della tolleranza verso il rischio.
- Si è rilevato che molti questionari non accertano in modo appropriato le conoscenze degli investitori, sottovalutando la necessità di verificare la comprensione del legame tra rischio e rendimento sui mercati finanziari e indulgendo spesso all'autocertificazione da parte degli investitori.
- Si è notato che la situazione finanziaria degli investitori non viene rilevata dalla stragrande maggioranza dei questionari richiedendo tutte le informazioni ritenute importanti dalla letteratura recente, come per esempio la composizione del nucleo familiare.

---

<sup>8</sup> Linciano e Soccorso (2012), cit.

- Si è infine evidenziato che i questionari tendono a confondere la rilevazione delle preferenze verso il rischio con gli obiettivi di investimento, non rendendo chiaro agli investitori che l'attitudine verso il rischio è una sola delle determinanti degli obiettivi di investimento.

Oggettivamente, il commento più generale che scaturisce dall'analisi appena citata è che gli intermediari si sono limitati a considerare i questionari per la profilatura della clientela come un obbligo di legge da soddisfare; sicuramente, non è stato compreso il potenziale strategico dei questionari.

Lo studio Consob, che ha l'indubbio merito di fotografare in modo puntuale e rigoroso la situazione corrente, non assume posizioni, si immagina volutamente, in ordine alla proposizione di soluzioni migliorative. Nello studio si trovano continui riferimenti alla letteratura recente, ma, in coerenza con quanto appena rilevato, non viene chiarito come tali riferimenti possano tradursi effettivamente in strumenti per la profilatura della clientela. Al riguardo, la prospettiva dell'approfondimento scientifico può ben essere d'aiuto nel colmare il salto evidente nel passaggio dai contenuti insoddisfacenti degli attuali questionari a quelli molto sofisticati ritenuti indispensabili per tenere conto di alcune distorsioni rispetto alla teoria dell'utilità attesa individuate dalla recente letteratura economica e psicologica.

Della necessità di misurare in modo rigoroso l'attitudine verso il rischio degli investitori (per avere un punto di partenza robusto per ogni successiva valutazione) e di quella di costruire un indice sintetico in grado di classificare correttamente gli investitori si occupano le sezioni che seguono.

#### **4. Gli aspetti economici: l'elicitazione delle preferenze**

Per spiegare le scelte di investimento in titoli degli individui, la teoria economica considera *l'attitudine verso il rischio* come una delle determinanti principali. L'attitudine verso il rischio e quella conseguente verso i guadagni e le perdite sono tuttavia concetti distanti dal *profilo di rischio del cliente* che costituisce il fulcro della MiFID e che deve essere desunto attraverso la somministrazione dei questionari.

In particolare, l'attitudine verso il rischio che si declina attraverso la specificazione di diversi livelli di avversione o propensione al rischio dell'individuo, spesso con riferimento specifico alla teoria dell'utilità attesa, non considera come rilevanti né la capacità psicologica di sopportare il rischio né

la conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari che invece concorrono secondo la MiFID a definire in modo appropriato il profilo di rischio o ciò che in letteratura si definisce come *tolleranza al rischio*.

La tolleranza al rischio è il livello di rischio che un soggetto è disposto a sostenere e può essere definita come l'ammontare che un individuo è pronto a rischiare per cercare di ottenere un risultato finanziario più favorevole<sup>9</sup>. Si tratta dunque di una dimensione soggettiva, che differisce dai concetti di *avversione* o *propensione* al rischio per i motivi sopra descritti.

La tolleranza al rischio è tipicamente più elevata tra i giovani rispetto agli individui relativamente più anziani, anche se tale relazione non è lineare. Anche altre caratteristiche socio-demografiche, oltre all'età, sono importanti nello spiegare la differente tolleranza al rischio. Per esempio, gli uomini tendono a essere più tolleranti al rischio rispetto alle donne (Barsky *et al.*, 1997). Tuttavia, pur essendo molteplici le ricerche che supportano tale evidenza, non sono ancora chiari quali siano i fattori che la determinano. Barber e Odean (2001) trovano per esempio che le donne tendono a possedere portafogli azionari meno rischiosi degli uomini a parità di condizioni e affermano che questo potrebbe essere dovuto a maggiori livelli di *overconfidence* di questi ultimi rispetto alle prime. È interessante notare che anche tra i gestori professionali di fondi comuni di investimento tale differenza tra uomini e donne sia empiricamente riscontrata (Beckmann and Menkhoff, 2008).

Il cuneo tra il concetto di attitudine verso il rischio e quello di tolleranza al rischio si compone, oltre che di variabili socio-demografiche, anche di altri elementi quali la *capacità di rischio* e la *conoscenza del rischio* (Cordell, 2001). La conoscenza del rischio riguarda le conoscenze "tecniche" degli investitori riguardo ai reali meccanismi sottostanti ai mercati finanziari. In particolare, essa si riferisce al legame che esiste tra rischio e rendimento e tra rendimento ed orizzonte temporale degli investimenti.

La capacità di rischio è la possibilità oggettiva di assumersi del rischio e dipende in larga misura dalla situazione economico-finanziaria della persona: essa influenza la percezione dello stesso rischio a seconda delle possibilità economiche degli individui. Dovendo giudicare la rischiosità di un investimento (o di un gioco aleatorio) gli investitori abbienti percepiranno un minor rischio quando le poste in gioco sono di ammontare ridotto; persone meno abbienti, al contrario, anche se amanti del rischio, lo percepiranno in maniera più elevata a causa delle loro minori risorse. In altri

---

<sup>9</sup> Questa è la definizione data dall'ISO 22222 Personal Financial Planning Standards negli Stati Uniti (Pan e Statman, 2012).

termini, le grandezze monetarie che si valutano nel dovere prendere una decisione finanziaria influiscono sulla percezione del rischio, che a sua volta ha effetto sulla tolleranza al rischio.

Tipicamente, dunque, la tolleranza al rischio diminuisce all'aumentare dell'ammontare monetario che si sta valutando (Holt e Laury, 2002). Per esempio, è stato provato che molti di coloro che sarebbero propensi a scommettere 10.000 dollari a fronte di determinate probabilità di vincita o di perdita, non sarebbero disposti a mettersi in gioco nel caso in cui, invece, la scommessa riguardasse 100.000 dollari o il loro portafoglio complessivo, anche se a fronte di vincite o perdite proporzionalmente superiori a quelle annunciate precedentemente.

Al fine di misurare la tolleranza al rischio, Barsky *et al.* (1997) propongono di inserire la seguente domanda all'interno dei questionari:

*Supponi di essere l'unico percettore di reddito in famiglia e che tu abbia un lavoro che garantisce il tuo reddito corrente (e della tua famiglia) per tutta la tua vita. Se ti venisse offerta l'opportunità di un lavoro altrettanto affidabile, ma che ti offre con probabilità pari al 50% la possibilità di raddoppiare il tuo reddito e con probabilità del 50% di diminuire il tuo reddito corrente di un terzo. Accetteresti il nuovo lavoro?*

Se la risposta a questa domanda è affermativa, allora si procede con la stessa domanda, ma ipotizzando ora che in caso di diminuzione del reddito questo cali della metà. Se la risposta questa volta è negativa, allora si può chiedere se si sarebbe disposti a cambiare il lavoro contro una possibile riduzione del 40% e così via. In alternativa si potrebbe chiedere, rispetto alla possibilità di raddoppio del proprio reddito corrente, qual è la percentuale massima di riduzione dello stesso che si è disposti a sopportare. Le risposte fornite a questa domanda hanno permesso a Barsky *et al.* (1997) di verificare che le persone più giovani hanno una tolleranza al rischio relativamente elevata, che tuttavia non diminuisce linearmente con l'età.

Pan e Statman (2012) affermano tuttavia che è probabilmente più indicato fare riferimento allo standard di vita (*standard of living*) di un individuo piuttosto che al suo reddito. Inoltre, gli stessi autori affermano che le persone riescono a pensare a un miglioramento del loro standard di vita del 50%, mentre hanno difficoltà a pensare a quello che potrebbe accadere se questo addirittura raddoppiasse. Per tali motivi, essi propongono la seguente domanda in alternativa a quella proposta da Barsky *et al.* (1997):

*Supponi di essere l'unico percettore di reddito in famiglia e che tu abbia un lavoro che garantisce il tuo reddito corrente (e della tua famiglia) per tutta la tua vita. Se ti venisse offerta l'opportunità*

*di un lavoro altrettanto affidabile, ma che ti offre con probabilità pari al 50% la possibilità che il tuo standard di vita migliori del 50% per il resto della tua vita. Tuttavia, con la stessa probabilità del 50%, il nuovo lavoro potrebbe far diminuire il tuo standard di vita dell' $X\%$  per il resto della tua vita. Qual è la riduzione percentuale  $X\%$  massima che sei disposto ad accettare?*

I valori di perdita massima (*downside*) tra cui gli investitori sono chiamati a scegliere variano dal 3% al 30% con incrementi del 3%.

Un'alternativa simile è quella di proporre la domanda non relativamente al contesto lavorativo, ma al portafoglio titoli. La domanda alternativa potrebbe essere la seguente:

*Supponi che ti sia data la possibilità di sostituire il tuo attuale portafoglio con uno nuovo che presenti la probabilità del 50% di aumentare del 50% il tuo tenore di vita ogni anno, per tutta la vita, e la probabilità del 50% di ridurlo di una percentuale  $X\%$ . Indica la massima  $X\%$  che saresti disposti ad accettare come riduzione del vostro standard di vita.*

Dato che si attivano conti mentali diversi, sembra che la tolleranza al rischio sia diversa quando si valuta l'ambito lavorativo o quello degli investimenti finanziari. Inoltre, vi sono differenze tra le persone più giovani e quelle più anziane: i giovani sono più tolleranti al rischio in relazione agli investimenti finanziari, ma molto meno quando si parla del loro posto di lavoro; per gli anziani vale esattamente l'opposto.

Per concludere, vale la pena sottolineare ancora una volta che sembra metodologicamente ardito saltare verso il concetto di tolleranza al rischio senza passare per una stima corretta della propensione individuale verso il rischio. In altre parole, nonostante l'approccio economico debba necessariamente essere corretto per tenere conto sia delle specificità degli individui in termini di capacità e conoscenza sia di eventuali *bias* comportamentali (che saranno discussi in seguito), esso rappresenta un irrinunciabile punto di partenza. Tra l'altro, anche a prescindere dalle eventuali correzioni successive, l'elicitazione delle preferenze verso il rischio rappresenta un obiettivo non banale su cui molti economisti, specialmente quelli sperimentali, hanno concentrato i loro sforzi negli ultimi anni.

#### **4.1 L'elicitazione delle preferenze per il rischio**

La procedura sperimentale più utilizzata per misurare il grado di avversione al rischio degli individui è quella proposta da Holt e Laury (2002). Per comprenderne il significato, si veda la figura che segue.

		Safe Sequence			Risky Sequence			Difference
Probability 1	Probability 2	Outcome 1	Outcome 2	Expected Value	Outcome 1	Outcome 2	Expected Value	
0,1	0,9	5	3	3,2	8,5	0,3	1,12	2,08
0,2	0,8	5	3	3,4	8,5	0,3	1,94	1,46
0,3	0,7	5	3	3,6	8,5	0,3	2,76	0,84
0,4	0,6	5	3	3,8	8,5	0,3	3,58	0,22
0,5	0,5	5	3	4	8,5	0,3	4,4	-0,4
0,6	0,4	5	3	4,2	8,5	0,3	5,22	-1,02
0,7	0,3	5	3	4,4	8,5	0,3	6,04	-1,64
0,8	0,2	5	3	4,6	8,5	0,3	6,86	-2,26
0,9	0,1	5	3	4,8	8,5	0,3	7,68	-2,88
1	0	5	3	5	8,5	0,3	8,5	-3,5

Ai soggetti sottoposti all'esperimento viene richiesto di scegliere sequenzialmente una sola lotteria (Safe o Risky) per ciascuna delle dieci coppie proposte.

Per esempio, nella prima coppia di lotterie, l'opzione Safe offre una probabilità su 10 di vincere 5 dollari e 9 probabilità su 10 di vincere 3 dollari; l'opzione Risky, invece, offre una probabilità su 10 di vincere 8,5 dollari e 9 probabilità su 10 di vincere 0.3 dollari. Pertanto, la vincita dell'opzione Safe è meno variabile rispetto alla vincita dell'opzione Risky (3.85 dollari o 0.10 dollari), e quindi è valutata come più sicura (o meno rischiosa). Inoltre, il valore atteso dell'opzione meno rischiosa è più alto, quindi la scelta tanto per soggetti avversi al rischio quanto per soggetti neutrali al rischio dovrebbe ricadere su tale opzione.

Guardando la lista delle coppie di lotterie, è evidente che un individuo neutrale al rischio si dovrebbe spostare verso la lotteria Risky quando il valore atteso ad essa associato è superiore, nell'esempio dalla quinta scelta in poi. Più in là si realizza lo spostamento più l'individuo è avverso al rischio, cioè rinuncia ad incrementi del valore atteso a favore di una minore varianza delle vincite; eventuali spostamenti precedenti alla quinta scelta indicano una forte propensione verso il rischio.

Purtroppo, questa interpretazione semplice della procedura che prescinde dall'assunzione di una ben definita forma funzionale delle preferenze individuali non consente una vera e propria stima del coefficiente di avversione al rischio degli individui, piuttosto permette di classificare gli individui in classi di avversione che possono essere più o meno ampie in base alle finalità dell'analisi. Tuttavia, non avendo specificato la funzione di utilità, la classificazione che scaturisce dall'applicazione della procedura è al riparo da tutte le critiche che possono essere mosse rispetto alla scelta di una funzione di utilità rispetto ad un'altra.

Qualora si volesse assumere una funzione di utilità di tipo CARA (Constant Absolute Risk Aversion), la procedura assumerebbe tutt'altro significato. Per esempio, nell'esempio che segue è

stata ipotizzata una CARA con coefficiente 0,2: in questo caso lo spostamento dovrebbe avvenire successivamente alla sesta scelta; l'osservazione del comportamento individuale permette quindi di stimare il coefficiente di avversione, ma sotto l'ipotesi restrittiva che riguarda la forma della funzione di utilità.

Safe Sequence			Risky Sequence			Difference
Outcome 1	Outcome 2	Utility	Outcome 1	Outcome 2	Utility	
5	3	2,469281583	8,5	0,3	2,134143567	0,335138016
5	3	2,487374803	8,5	0,3	2,210051668	0,277323135
5	3	2,505468022	8,5	0,3	2,285959769	0,219508253
5	3	2,523561242	8,5	0,3	2,36186787	0,161693372
5	3	2,541654461	8,5	0,3	2,437775971	0,10387849
5	3	2,559747681	8,5	0,3	2,513684072	0,046063609
5	3	2,5778409	8,5	0,3	2,589592173	-0,01175127
5	3	2,59593412	8,5	0,3	2,665500274	-0,06956615
5	3	2,614027339	8,5	0,3	2,741408375	-0,12738104
5	3	2,632120559	8,5	0,3	2,817316476	-0,18519592

L'ipotesi di utilizzo della procedura di Holt e Laury, appositamente corretta per tenere conto di alcune critiche riguardanti l'ordine delle scelte (Harrison et al., 2004), trova un limite forte nel fatto che in laboratorio le lotterie scelte dagli individui vengono effettivamente giocate e i relativi premi effettivamente pagati; ciò rende le scelte degli individui più affidabili rispetto al caso in cui esse siano solo ipotetiche (cioè, non direttamente legate ad incentivi monetari). Inoltre, la letteratura economica ha rilevato che l'avversione al rischio non è costante al crescere delle somme in gioco e la procedura appena descritta risente fortemente delle somme utilizzate per costruire le alternative a disposizione degli individui.

Esistono altre possibilità per elicitarle le preferenze verso il rischio degli individui. Una di queste è rappresentata dalla metodologia di Sabater-Grande e Georgantzis (2002). Il meccanismo si basa su quattro tipologie di lotterie, ciascuna delle quali mette a disposizione del giocatore 10 possibili giocate che combinano linearmente e negativamente la probabilità di vincita e il premio. Tuttavia, in una prima fase il meccanismo individua i soggetti non avversi al rischio e poi classifica in tre categorie di avversione i rimanenti: ai fini dell'individuazione del profilo di rischio di ciascun potenziale investitore, la rinuncia alla misurazione della propensione al rischio di alcuni soggetti appare come una forte limitazione.

Un ulteriore strumento è la Scala di Avversione al Rischio messa a punto da Palma-dos-Reis e Zahedi (1999), la quale rileva l'avversione al rischio individuale attraverso una serie di 9 scelte tra due possibili investimenti alternativi, uno sicuro e uno rischioso con differenziali di rendimento sequenzialmente crescenti: un individuo con uno scarso livello di avversione al rischio opterà per

l'alternativa rischiosa anche nel caso in cui la percentuale di rendimento di quest'ultima sia simile alla percentuale di rendimento dell'opzione priva di rischio, mentre un individuo con un grado elevato di avversione al rischio sceglierà l'opzione rischiosa solo nel caso in cui quest'ultima offra una percentuale di rendimento decisamente superiore all'opzione priva di rischio. Sebbene il principio che guida la procedura è semplice, la sua applicazione pratica richiede la somministrazione di diverse domande di controllo per testare la validità della scala con cui si classifica l'avversione al rischio: la complessità della procedura ne rende difficile l'utilizzo nell'ambito di questionari che devono essere efficienti dal punto di vista del tempo di compilazione e dell'interpretazione dei risultati.

#### **4.2 La tolleranza al rischio e i bias comportamentali**

E' ovvio che l'elicitatione delle preferenze verso il rischio deve costituire solo il punto di partenza da cui prendere le mosse per arrivare alla definizione del profilo di rischio dell'investitore e, possibilmente, ad una classificazione dell'investitore propedeutica alle proposte di investimento.

Più precisamente, la stima del grado di avversione al rischio andrebbe completata con una serie di domande volte a misurare capacità e conoscenza in modo da misurare la tolleranza al rischio dell'investitore. Tuttavia, nonostante questo approccio rappresenti un'innovazione rilevante rispetto al panorama odierno dei questionari per la profilatura della clientela a livello sia nazionale sia internazionale, esso risulterebbe comunque carente per una serie di motivazioni individuate da Pan e Statman (2012):

1. Gli investitori hanno una moltitudine di tolleranze al rischio, una per ogni conto mentale;
2. La tolleranza al rischio varia a seconda delle circostanze (se il mercato è salito o è sceso) e delle emozioni;
3. La tolleranza al rischio cambia se valutata in retrospettiva o in prospettiva in quanto il giudizio retrospettivo aumenta il rammarico;
4. Altri fattori, oltre alla tolleranza al rischio, sono importanti, per esempio la fiducia dell'investitore nel proprio consulente e la sua *overconfidence* giocano un ruolo cruciale.

Il primo limite di questo approccio è quello di non contemplare la moltitudine di tolleranze al rischio - una per ogni obiettivo e conto mentale - degli investitori. Cercare di stimare una sola tolleranza al rischio "aggregata" non tiene in considerazione questa moltitudine di tolleranze al rischio distinte per conti mentali. La teoria di portafoglio comportamentale (Shefrin e Statman, 2000), infatti, si basa sul concetto di contabilità mentale e mostra come gli individui non vedano la

propria ricchezza come un unico portafoglio, ma tendano a suddividerla in conti mentali distinti, ognuno destinato al perseguimento di un preciso obiettivo. Gli obiettivi reali degli investitori possono variare dall'acquisto di un'abitazione all'aver abbastanza denaro una volta raggiunta l'età pensionabile per potersi permettere un livello di vita che si ritiene adeguato, ma anche al riuscire a supportare i propri figli e lasciare loro una buona eredità, o ancora potersi permettere di fare filantropia. La tolleranza al rischio dipende dall'obiettivo che ci si prefigge di raggiungere. Si potrà dunque avere una bassa tolleranza al rischio nel conto mentale dedicato alla pensione, al fine di non mettere a repentaglio quella parte di ricchezza destinata a un obiettivo che si vuole raggiungere senza rischi, ma al tempo stesso un'alta tolleranza al rischio nel conto mentale destinato al guadagno potenziale e alla speranza di diventare ricchi.

Il secondo limite è quello di non tenere in conto l'evidenza per la quale la tolleranza al rischio varia a seconda delle circostanze e delle emozioni a esse associate. Non considerare queste variazioni distorce la valutazione del grado di tolleranza al rischio degli individui. Infatti, a seguito di un periodo di rialzo sui mercati la tolleranza al rischio degli investitori è tipicamente più elevata, spinta dall'esuberanza creatasi sui mercati. In questo caso, attraverso un tipico questionario, si tenderebbe a sovrastimare il livello di tolleranza al rischio dell'investitore. Al contrario, a seguito di mercati al ribasso, la tolleranza al rischio è tipicamente più bassa a causa della paura a investire nuovamente in titoli azionari. In questo secondo caso, all'opposto, si sottostimerebbe la tolleranza al rischio del cliente temporaneamente impaurito.

Il terzo limite si basa sull'evidenza che la tolleranza al rischio cambia se valutata in retrospettiva o in prospettiva. Infatti, il cosiddetto giudizio retrospettivo (*hindsight bias*) aumenta il rammarico. In altre parole, se un investitore è propenso al rammarico e al giudizio retrospettivo potrebbe accusare il proprio consulente – ovviamente *ex-post* – di avere sopravvalutato la sua tolleranza al rischio e di avergli suggerito investimenti troppo aggressivi. La percezione del rischio sembra dunque avere una dimensione “temporale” o *path-dependent*, nel senso che la tolleranza al rischio dipende anche da cosa è accaduto in passato. Per esempio, un individuo che ha recentemente guadagnato dai suoi investimenti è tipicamente più propenso a rischiare di un altro che invece ha appena subito una perdita. Al tempo stesso, l'avversione alla perdita certa può spingere a rischiare di più per cercare di recuperare le perdite subite in passato. È dunque importante valutare anche come le reazioni emotive possano influenzare la tolleranza del rischio a posteriori e non solo *ex-ante*.

Infine, il quarto limite si riferisce al fatto che altri fattori sono importanti per comprendere a fondo il profilo di rischio di un investitore. In generale, certe propensioni individuali sono connesse ad altre ed è importante capire come, anche congiuntamente, possano influenzare la tolleranza al

rischio dell'investitore. Tra queste, la fiducia che si prova nei confronti del proprio consulente finanziario e l'*overconfidence* giocano un ruolo cruciale. Per esempio, un individuo *overconfident* potrebbe esibire un'alta tolleranza al rischio, tuttavia quella mostrata potrebbe non essere quella reale, ma essere esagerata dalla sua stessa *overconfidence*.

Pan e Statman (2012) propongono di inserire alcune domande "comportamentali" nei questionari al fine di comprendere più a fondo le propensioni individuali degli investitori, non solo con riferimento alla loro tolleranza al rischio, ma anche all'*overconfidence*, alla predisposizione al rammarico, alla fiducia negli altri – in particolare nei propri consulenti – e ai propri obiettivi sia in termini monetari che personali, legati allo stile di vita che vogliono conseguire.

Tramite un'indagine online di circa 2500 persone svolta nel 2007, gli autori trovano che gli individui con un'alta tolleranza al rischio tendono a essere *overconfident* e ad avere un'alta propensione alla massimizzazione, ma anche alti livelli di fiducia.

In quel che segue, si si approfondiscono questi temi e si discute circa l'inserimento di alcune domande specifiche attraverso le quali controllare per le distorsioni più importanti.

### **4.3 Conti mentali e obiettivi di investimento**

La teoria di portafoglio comportamentale afferma che la ricchezza complessiva di un investitore non viene contemplata dallo stesso come un unico portafoglio onnicomprensivo, bensì suddivisa in conti mentali distinti non solo in base all'obiettivo perseguito, ma anche caratterizzati da diversi livelli di tolleranza al rischio. Gli investitori sembrerebbero pensare ai loro soldi più secondo il modello della piramide stratificata in cui a ogni strato viene associato un determinato obiettivo. La tolleranza al rischio non è dunque univoca, ma varia a seconda dello strato della piramide che si sta considerando. Se per esempio l'investitore deve prendere una decisione che lo posiziona all'interno dello strato più basso della piramide, che ha come obiettivo la sicurezza e la protezione dalle perdite (*downside protection*), allora con ogni probabilità mostrerà un atteggiamento di bassa tolleranza al rischio. Al contrario, se sta valutando un investimento potenzialmente molto remunerativo e dunque si pone in uno degli stati più elevati nella piramide, quelli nei quali si aspira all'*upside potential*, allora mostrerà una maggiore tolleranza al rischio. Queste distinte tolleranze al rischio spiegano perché gli individui normali comprano assicurazioni (*downside protection*), ma anche biglietti della lotteria (*upside potential*).

A tale proposito, la domanda 13 contenuta nell'Asset Allocation Planner di Fidelity Investments (2003) chiede all'investitore di rispondere alla seguente domanda:

*Se potessi aumentare le tue probabilità di migliorare i tuoi rendimenti rischiando di più, saresti maggiormente disposto a:*

- 1. prendere molti più rischi con tutta la tua ricchezza,*
- 2. prendere molti più rischi con una parte della tua ricchezza,*
- 3. prendere un po' più di rischi con tutta la tua ricchezza,*
- 4. prendere un po' più di rischi con una parte della tua ricchezza,*
- 5. non prendere alcun rischio.*

Le risposte 1 e 3 si rifanno a uno schema mentale in cui l'individuo considera solo il rischio totale di portafoglio, ossia il rischio sulla ricchezza complessiva. Al contrario, le risposte 2 e 4 si riferiscono a un *framework* più vicino alla piramide stratificata degli investimenti e a strati distinti per cui gli investitori sono disponibili più rischi – molti o pochi – solo su una parte della propria ricchezza. Gli investitori che danno le risposte 1 e 3 ragionano con una singola attitudine al rischio, quelli che rispondono 2 o 4, invece, con attitudini al rischio distinte per strati della piramide degli investimenti.

Un questionario che tenga in considerazione questi importanti aspetti riguardanti la contabilità mentale dovrebbe includere una domanda simile a quella sopra presentata per ogni conto mentale. Se per esempio un investitore divide mentalmente la propria ricchezza tra obiettivi pensionistici, denaro a supporto dei figli e eredità, si dovrebbero proporre tre distinte domande per valutare separatamente il distinto grado di tolleranza al rischio<sup>10</sup>.

#### **4.4 Overconfidence e propensione alla massimizzazione**

Gli individui *overconfident* tendono a sottostimare il rischio. In altri termini, la loro percezione del rischio è più bassa rispetto agli altri individui (*well behaved*) e dunque è possibile che il tipico questionario sovra-stimi la tolleranza a rischio di tali individui. Un bravo consulente finanziario deve essere in grado non solo di riconoscere l'*overconfidence* del proprio cliente e di cercare di limitarne gli effetti negativi, ma anche di comprenderne gli effetti su altri aspetti importanti come la tolleranza al rischio. Dato che l'*overconfidence* degli investitori spesso riguarda il fatto che essi sopravvalutano le loro doti di *stock picking*, di essere cioè in grado di saper scegliere, meglio di

---

<sup>10</sup> Ovviamente, ogni individuo ha conti mentali diversi e un questionario non può prevederli tutti. Si può però, in pratica, pensare ai più comuni conti mentali utilizzati dalla maggioranza degli individui.

altri, quei titoli che offriranno rendimenti superiori alla media, una possibile domanda per valutare tale aspetto è la seguente:

*Alcune persone credono di possedere la capacità di riuscire a scegliere sempre titoli con rendimenti superiori alla media, altre invece pensano di non essere in grado di farlo. Indica qual è la tua convinzione in merito, indicando il numero corrispondente su una scala che va da “Sono fermamente convinto di non poter scegliere titoli con rendimenti superiori alla media” a “Sono fermamente convinto di poter scegliere titoli con rendimenti superiori alla media.”*

I numeri sono posti in una scala da 1 a 10, dove 10 indica che si pensa di poter scegliere titoli con rendimenti superiori alla media.

Proponendo tale domanda, Pan e Statman (2012) trovano che – come già evidenziato in precedenti studi in letteratura – gli uomini appaiono più *overconfident* delle donne e gli individui più giovani sono più *overconfident* delle persone più anziane. Inoltre, la tolleranza al rischio di chi è maggiormente *overconfident* è nettamente superiore a quella dei soggetti meno *overconfident*.

La cosiddetta “propensione alla massimizzazione” (Pan e Statman, 2012) è un ulteriore fattore rilevante da considerare quando si struttura un questionario. Gli investitori con un’alta propensione alla massimizzazione sono individui tipicamente molto esigenti. Questa caratteristica è correlata con la tolleranza al rischio, in quanto un investitore di questo tipo, pur di avere la possibilità di raggiungere gli ambiziosi obiettivi che si è prefisso, potrebbe essere disposto a far sembrare che la propria propensione al rischio sia più elevata di quanto non sia in verità. È infatti noto dalla teoria motivazionista che se si pensa di essere vicini a un obiettivo ritenuto saliente – per esempio, un certo livello di aspirazione – si potrebbe essere disposti a rischiare di più pur di ottenerlo.

Shwartz *et al.* (2002) misurano la propensione alla massimizzazione in base al livello di accordo con tredici affermazioni del tipo “Non mi accontento mai della seconda scelta”. In un lavoro successivo, alcuni degli stessi autori (Nenkov *et al.*, 2008) hanno diviso tali affermazioni in tre gruppi. Pan e Statman (2012) utilizzano, tra queste, le due affermazioni che riflettono “alti standard” - “Non importa quello che faccio, voglio sempre i più alti standard per me stesso” e “Non mi accontento mai della seconda scelta” – proponendone una unica che le unisce come segue:

*Voglio sempre il meglio. Non mi accontento della seconda scelta.*

Il punteggio possibile per la risposta varia da 1 a 10, dove a punteggi più alti corrisponde una maggiore propensione alla massimizzazione.

Dai risultati della loro indagine, gli autori trovano che gli uomini sono più propensi alla massimizzazione delle donne e che i più giovani lo sono di più dei più anziani. Inoltre, a un'alta propensione alla massimizzazione è associata a un'alta propensione al rischio e a livelli elevati di *overconfidence*.

#### 4.5 Rammarico, fortuna e competenza

Esiste una vasta letteratura in psicologia su come gli individui reagiscano a eventi ritenuti rischiosi. In particolare, la teoria del rammarico ("*regret theory*") studia come le persone abitualmente si rapportano agli eventi negativi (Bell, 1982; Loomes e Sudgen, 1982). Il rammarico è una reazione emotiva ad azioni o comportamenti passati di cui ci si è pentiti<sup>11</sup>, ma può anche riguardare l'inazione, cioè qualcosa che non si è fatto e che invece, *ex post*, si sarebbe voluto fare. In effetti, sembra che le persone si rammarichino più per le cose che non hanno fatto: è cioè più doloroso il rimpianto del rimorso (Gilovich e Husted-Medvec, 1995). Chi devia da ciò che ritiene "convenzionale" è inoltre particolarmente vulnerabile al rammarico se le cose vanno male (Kahneman, Slovic e Tversky, 1982; Shefrin e Statman, 1986)<sup>12</sup>. A tale riguardo, la possibilità di attribuire ad altri i propri errori consente di ridurre il senso di rammarico. In quest'ottica, avere un consulente finanziario per un investitore equivale a possedere un'opzione *call* psicologica (Shefrin, 2002): se un investimento va bene, l'investitore può attribuirsi il merito (*self-attribution bias*); se invece va male, egli potrà incolpare il consulente.

La propensione al rammarico è un elemento che, sebbene non direttamente correlato alla tolleranza al rischio, è necessario considerare in quanto in ogni scelta di investimento vi è insita la possibilità di rammaricarsene in futuro. A tal proposito, Shwartz *et al.* (2008) mostrano che le persone con elevata propensione alla massimizzazione tendono a essere fortemente portate a rammaricarsi, in quanto si domandano continuamente se la scelta effettuata sia stata la migliore o se avrebbero potuto prendere una scelta migliore (Nenkov *et al.*, 2008).

Per valutare la propensione al rammarico, Pan e Statman (2012) propongono la seguente domanda:

*Ogni volta che effettuo una scelta di investimento, cerco di reperire informazioni sull'andamento delle altre alternative che ho scartato e mi dispiaccio se un'alternativa scartata ha reso di più di quella da me scelta.*

---

<sup>11</sup> Il rammarico viene spesso inteso come differenza tra il risultato attuale e quello che invece si sarebbe ottenuto nella situazione alternativa ("*difference regret*"). In alternativa, si può anche misurare il rammarico come "*ratio regret*", ossia il rapporto tra il risultato attuale e quello ritenuto ottimale.

<sup>12</sup> Il rammarico è chiaramente legato anche all'errore del senno di poi.

Anche in questi casi i punteggi possibili vanno da 1 a 10 e indicano in maniera crescente la propensione al rammarico. Gli autori trovano che le donne sono più propense al rammarico degli uomini, come pure i giovani lo sono più degli anziani. È interessante notare che la propensione al rammarico non appare correlata né alla tolleranza al rischio né all'*overconfidence*.

Un esempio di domanda che vuole sondare la propensione al rammarico degli individui è quella proposta al punto 13 del questionario sulla tolleranza al rischio di *FinaMetrica*. In essa si chiede all'investitore se sarebbe riluttante a comprare un titolo che ha precedentemente venduto incassando una perdita:

*Supponi di aver comprato 5 anni fa delle azioni di un'azienda molto rispettata. Lo stesso anno, l'azienda ha registrato un forte calo delle vendite a causa di una cattiva gestione. Il prezzo delle azioni è calato drasticamente e tu hai venduto incassando una perdita rilevante. L'azienda è stata ristrutturata da un nuovo management e molti esperti ora si aspettano che le azioni offriranno rendimenti superiori alla media. Data la tua cattiva esperienza passata con quest'azienda, compreresti di nuovo le sue azioni?*

Le risposte possibili vanno da "sicuramente sì" a "sicuramente no". Strahilevitz, Odean e Barber (2011) mostrano che gli investitori sono riluttanti a comprare titoli che hanno venduto in precedenza incassando una perdita, motivando questa riluttanza con il desiderio di evitare il rammarico.

Un'altra strategia utilizzata da alcuni investitori per evitare il rammarico è quello di affermare che il successo dei propri investimenti dipende più dalla fortuna che dalla loro abilità. Questa strategia, riducendo la responsabilità per le scelte prese, minimizza il potenziale rammarico. Per valutare la propensione ad attribuire il successo dei propri investimenti alla fortuna o alle proprie abilità, è possibile chiedere agli investitori di valutare il proprio livello di accordo con la seguente affermazione:

*Alcune persone sono convinte che riuscire a investire in titoli più redditizi della media sia dovuto principalmente alle abilità possedute; molte altre invece sono convinte che il ruolo principale sia giocato dalla fortuna.*

I punteggi variano da 1 a 10, dove quelli più elevati indicano la convinzione che il successo nel scegliere titoli vincenti sia dovuto principalmente alla fortuna.

Le donne hanno una maggiore propensione ad attribuire il successo alla fortuna rispetto agli uomini, mentre la differenza tra giovani e anziani non è statisticamente significativa. Inoltre, un'elevata

propensione ad attribuire il successo alla fortuna è associata alla tendenza a rammaricarsi. Ciò non sorprende dato che così facendo si diminuisce la responsabilità per le scelte prese e dunque il rammarico potenziale. Allo stesso tempo, una maggiore predisposizione ad attribuire il successo alla fortuna è associata da un lato a una più alta tolleranza al rischio, ma dall'altro a una minore propensione all'*overconfidence*. Quest'ultima evidenza può apparire contro intuitiva se si pensa che sia l'*overconfidence* che la propensione ad attribuire il successo alla fortuna sono entrambe associate a una più alta propensione al rischio. Una possibile spiegazione è che la propensione ad attribuire il successo alla fortuna serva come "scudo" contro il rammarico potenziale, mentre l'*overconfidence* aumenta la tolleranza al rischio dato che ne riduce la salienza.

#### **4.6 Fiducia, soddisfazione e felicità**

La fiducia gioca un ruolo fondamentale non solo sui di mercati, ma anche nelle relazioni tra i consulenti finanziari e i loro clienti (Olsen, 2012). Ciò è vero non solo perché la fiducia influenza la tolleranza al rischio degli investitori, ma anche perché se vi è fiducia è possibile instaurare una più proficua relazione tra le due parti.

Pan e Statman (2012) misurano la propensione alla fiducia prendendo in esame le risposte date a una domanda che richiede il grado di accordo con una versione modificata di un'affermazione elaborata nella *World Values Survey* come segue:

*In generale, concordi che ci si può fidare della maggior parte delle persone oppure ritieni che occorra fare attenzione quando si ha a che fare con delle altre persone al di fuori della tua famiglia?*

La scala delle possibili risposte, nuovamente, varia da 1 a 10, dove i punteggi bassi corrispondono all'affermazione "Fortemente in disaccordo sul fatto che ci si possa fidare della maggior parte delle persone", mentre i punteggi alti a "Fortemente in accordo sul fatto che ci si possa fidare della maggior parte delle persone". Mentre le persone più anziane si fidano di più del prossimo rispetto a quelle più giovani, non vi è una differenza statisticamente significativa nei punteggi registrati tra uomo e donna. È inoltre interessante notare che le persone più fiduciose sono anche più propense al rischio, tendono ad attribuire il successo alla fortuna e hanno una minore propensione al rammarico.

Un altro aspetto interessante che fornisce elementi importanti per capire il carattere di un investitore riguarda il suo grado di soddisfazione nella vita. Spesso, questo dipende dalle proprie aspettative. La posizione economico-finanziaria è importante, ma può accadere che anche un investitore molto abbiente non si ritenga soddisfatto semplicemente perché si parametra a persone ancora più ricche

di lui. Negli ultimi anni, alcuni consulenti finanziari hanno compreso che non sono, o non dovrebbero essere, “solo” dei *financial planner*, ma piuttosto dei *life planner*, non nel senso di invadere la sfera privata dei propri clienti, ma di essere consapevoli che non si gestiscono solo patrimoni, bensì persone. L’idea è dunque quella di passare da gestori di ricchezza (*wealth managers*) a gestori di benessere (*well-being managers*).

Per verificare il grado di soddisfazione che un investitore prova riguardo la sua vita, si può proporre la seguente domanda:

*Nel complesso, quanto sei soddisfatto della tua vita? Giudica il tuo livello di soddisfazione scegliendo un numero su una scala che va da “Per nulla soddisfatto” a “Molto soddisfatto”.*

Ancora una volta, le possibili risposte variano in un *range* da 1 a 10, dove a punteggi più elevati corrisponde un maggior grado di *life satisfaction*. Pan e Statman (2012) riscontrano che mentre tra uomini e donne non ci sono differenze statisticamente significative nel grado di *life satisfaction*, le persone più giovani sono meno soddisfatte di quelle anziane. Tale evidenza potrebbe apparire sorprendente se si pensa che gli anziani in genere vivono in condizioni oggettivamente peggiori dei più giovani, per esempio a causa di problemi di salute o di maggiori necessità finanziarie in anni in cui, al contrario, il reddito a disposizione è più basso di quello percepito negli anni lavorativi. Una possibile spiegazione di questa apparente contraddizione risiede nel fatto che le persone più anziane potrebbero essere rassegnate a tale condizione, o quanto meno essersene fatte una ragione, facendo i conti con la realtà. Al contrario, le aspettative dei giovani di solito superano le loro reali condizioni e possibilità, provocando in loro frustrazione.

In generale, chi è maggiormente soddisfatto della propria vita tende a essere relativamente più *overconfident*, a rammaricarsi spesso, ma anche a fidarsi più degli altri. Tuttavia, sembra non esserci alcuna relazione statisticamente significativa tra *life satisfaction* e tolleranza al rischio.

#### **4.7 Emozioni e tolleranza al rischio**

Le emozioni provate dagli investitori hanno effetto sulla loro tolleranza al rischio. Quando il mercato sale in maniera consistente e si crea ottimismo o addirittura esuberanza, la tolleranza al rischio aumenta e gli individui tendono a investire maggiormente sul mercato azionario. Al contrario, dopo un periodo di ribassi prolungato, la paura prende il sopravvento, la tolleranza al rischio diminuisce, come pure gli investimenti sul mercato azionario, il che può portare a ondate di disinvestimenti e sfociare in vero e proprio panico.

Utilizzando i dati mensili dell'indagine Gallup dal 1998 al 2007, che proponeva la domanda "Ritieni che ora sia un buon momento per investire nei mercati finanziari?", Pan e Statman (2012) trovano che a seguito di rendimenti azionari passati elevati è associata un'elevata propensione degli investitori a rispondere affermativamente alla domanda in questione e dunque a investire. Il contrario accade dopo mercati al ribasso. E' dunque importante tenere conto di queste evidenze all'atto della somministrazione tenendo conto che, in genere, la tolleranza al rischio è dunque *path dependent*, aumenta dopo mercati toro e diminuisce a seguito di mercati orso. Nel primo caso dunque il questionario tenderà a sovra-stimare – e nel secondo a sotto-stimare – la vera tolleranza al rischio dell'investitore.

## 5. La struttura dei questionari e la loro somministrazione

Appare evidente che la definizione del profilo di rischio passa per la costruzione di un questionario complesso: le domande sottoposte agli investitori sono necessariamente numerose e, data la loro natura, implicano una partecipazione attiva ed impegnata. Inoltre, alla luce delle precedenti argomentazioni sulle distorsioni comportamentali, sembra naturale pensare che le risposte possano dipendere anche dalla situazione economica corrente e da fenomeni congiunturali in grado di influenzare le aspettative degli investitori.

Queste considerazioni sollevano due questioni pratiche molto rilevanti: i questionari devono essere efficienti, ovvero devono essere in grado di definire il profilo di rischio dell'investitore attraverso un numero di domande a cui si possa rispondere in un tempo contenuto; inoltre, devono essere aggiornati, ovvero devono essere sottoposti agli investitori frequentemente per tenere conto dei cambiamenti dei loro profili di rischio conseguenti agli eventuali mutamenti congiunturali.

Il problema dell'efficienza passa attraverso la definizione del numero e della tipologia di domande da aggiungere a quelle che non possono mancare per soddisfare i requisiti minimi di legge (e che, in linea di massima, corrispondono a quelle presenti correntemente nei questionari utilizzati dalla stragrande maggioranza degli intermediari) e a quelle necessarie per definire il grado di avversione/propensione al rischio degli investitori. Le scelte degli intermediari, assolutamente discrezionali, possono dipendere da numerosi fattori:

- **La rilevanza delle distorsioni.** Esistono delle indicazioni provenienti dalla letteratura scientifica circa il maggiore o minore impatto sulle scelte degli investitori di alcune distorsioni rispetto ad altre. Le distorsioni più importanti andrebbero sicuramente rilevate, le altre potrebbero essere sacrificate per esigenze di efficienza.

- **La tipologia degli investitori.** Investitori diversi per professione, reddito, provenienza geografica e/o altro sono affetti da *bias* comportamentali mediamente diversi; a seconda della tipologia prevalente di investitori con cui gli intermediari si interfacciano, si possono privilegiare alcune domande rispetto ad altre.

Per ciò che riguarda il tema dell'aggiornamento delle risposte ai questionari, esso va declinato soprattutto in termini procedurali. Gli intermediari, infatti, devono definire le modalità più efficienti ed efficaci per rilevare periodicamente i profili di rischio degli investitori. In particolare, devono definire:

- **La frequenza.** La prima scelta riguarda l'intervallo di tempo che deve trascorrere tra una somministrazione e quella successiva. Questa scelta da parte degli intermediari è assolutamente discrezionale: i fattori che vanno presi in considerazione sono sicuramente l'orizzonte temporale degli investimenti, la realizzazione di eventi economici o finanziari rilevanti e, infine, nuove esigenze strategiche.
- **Le domande.** La seconda scelta riguarda il sottoinsieme di domande da sottoporre con cadenza regolare all'investitore: per esempio, accertato il livello di conoscenza degli investitori, è plausibile pensare che esso non decada e non migliori sostanzialmente in tempi brevi. Le preferenze verso il rischio e la capacità di sopportare le perdite vanno sicuramente monitorate con maggiore frequenza.
- **Le piattaforme.** L'ultima scelta riguarda le modalità di somministrazione: infatti, mentre si può pensare che la prima somministrazione del questionario sia un'occasione di approfondimento della conoscenza tra intermediario ed investitore, le somministrazioni successive devono avere come scopo principale il semplice aggiornamento, più facile su piattaforme di tipo *web* o *mobile*.

## 6. La costruzione di un indice sintetico

Le precedenti sezioni suggeriscono che la struttura del questionario dovrebbe comprendere, oltre alle domande necessarie per il soddisfacimento dei requisiti minimi di legge, una serie di domande aggiuntive che devono contribuire a definire il profilo di rischio dell'investitore come combinazione delle sue preferenze verso il rischio, calcolate partendo dall'elicitazione di tali preferenze e correggendo per eventuali *bias* comportamentali ritenuti rilevanti, della sua capacità di sopportare eventuali perdite e delle sue conoscenze in ambito finanziario. In altre parole, si deve arrivare a far

coincidere il concetto di profilo di rischio contemplato dalla legislazione corrente con quello più complesso di tolleranza al rischio identificato dalla recente letteratura.

Una questione al momento irrisolta riguarda il modo in cui tale combinazione debba essere effettivamente realizzata sia qualitativamente sia quantitativamente. Il modo intuitivamente più immediato è quello che passa per la costruzione di un indice sintetico che realizzi in modo coerente e appropriato tale combinazione. Le difficoltà riguardano soprattutto il modo in cui le risposte alle domande successive all'elicitazione delle preferenze verso il rischio debbano correggere i risultati di tale elicitazione, da un punto di vista sia qualitativo (per esempio, un investitore che mostra un elevato livello di *overconfidence*, è effettivamente pronto a sopportare un rischio più o meno elevato di quanto suggerito dalla semplice stima del suo grado di avversione al rischio?) sia quantitativo (per esempio, di quanto deve essere aggiustata la stima del grado di avversione al rischio di un investitore con un elevato livello di *overconfidence*?).

E' palese che la costruzione dell'indice sintetico dipende strettamente da:

1. La precisione con cui viene stimato l'iniziale grado di avversione al rischio;
2. La direzione e l'intensità con cui i punteggi realizzati nelle varie domande devono essere sommati (algebricamente) per andare a correggere il grado di avversione al rischio precedentemente stimato;
3. L'orizzonte temporale dell'investitore, che, per una stessa tolleranza al rischio, può decidere in base ai propri obiettivi investimenti con orizzonti temporali diversi;
4. Il numero di celle di cui si deve comporre la griglia finale di classificazione degli investitori.

I punti 1 e 4 sono intimamente legati tra loro. Le procedure di elicitazione delle preferenze verso il rischio possono essere implementate proponendo griglie di scelta tra lotterie alternative più o meno fitte. Nel caso della procedura di Holt e Laury descritta in sezione 4.1, si possono proporre più o meno di 10 scelte alternative cercando la soluzione ottima per risolvere il *trade-off* tra accuratezza ed efficienza. La classificazione finale degli investitori implica necessariamente un numero di profili minore o uguale al numero di livelli di avversione/propensione al rischio identificati tramite la procedura di elicitazione: maggiore è il numero di profili che si desiderano identificare, maggiore deve essere il rigore con cui si sintetizzano le risposte alle diverse sezioni del questionario.

Il punto 2 solleva una questione fondamentale, che da sola definisce tutte le difficoltà che a livello implementativo andrebbero affrontate e risolte nel tentativo di costruire un indice sintetico in grado di classificare gli investitori. Per ciascuna delle distorsioni ritenute rilevanti, la procedura di aggiustamento deve essere in grado di individuare la direzione dell'aggiustamento e l'intensità dell'aggiustamento. Con riferimento alla direzione, alcuni risultati sono ormai consolidati: per esempio, un investitore *overconfident* tende ad assumere più rischio di quello ottimale, un investitore interrogato durante un periodo di crisi finanziaria tende ad assumerne di meno e così via; tuttavia, non è facile stabilire di quanto le distorsioni comportamentali spostino le scelte da quelle ottimali e, di conseguenza, non è facile determinare i coefficienti di ponderazione da attribuire ai punteggi conseguiti nelle diverse sezioni del questionario.

A queste difficoltà, che da sole implicano una serie di complessi approfondimenti, se ne aggiunge un'altra: in virtù della discussione svolta nelle precedenti sezioni circa la differenza tra avversione e tolleranza al rischio, è necessario includere tra i vari fattori che incidono sul profilo di rischio dell'investitore il suo livello di conoscenza e la sua capacità di sopportare il rischio. Anche a questo proposito, se è possibile ipotizzare che la conoscenza dei meccanismi tipici dei mercati finanziari renda più affidabili le risposte ai questionari, rimane comunque difficile determinare i coefficienti di correzione nel caso in cui gli investitori dimostrino bassi livelli di conoscenza. Inoltre, la questione più volte affrontata dei diversi conti mentali rende difficile la valutazione del concetto di capacità, che andrebbe declinato in modo diverso a seconda delle risposte fornite alle domande volte a comprendere il peso e il fine di uno specifico investimento sul totale del portafoglio dell'investitore. Anche questi aspetti andrebbero ulteriormente approfonditi.

Il punto 3 della lista apre un'ulteriore questione metodologica. La definizione dell'orizzonte temporale può essere delegata all'investitore e trattata come espressione delle preferenze individuali o può essere derivata come risultato del processo di classificazione dell'investitore. La diffidenza verso l'autocertificazione spingerebbe verso la seconda ipotesi; tuttavia, date le difficoltà insite nel trattamento delle preferenze intertemporali, aggravate dalle distorsioni di contabilità mentale, motivi di efficienza sembrano suggerire di considerare esogeno l'orizzonte temporale degli investimenti. Ovviamente, in questo caso tra le domande relative alla conoscenza dei meccanismi sottostanti al funzionamento dei mercati finanziari andrebbero inseriti dei controlli per essere certi che l'investitore abbia chiaro il legame tra durata dell'investimento, rendimento e rischi.

## 7. Conclusioni

Questo lavoro ha proposto un approccio metodologico al problema della stesura dei questionari per la profilatura della clientela *retail*. L'idea alla base di questo lavoro è che i questionari non svolgono solo un ruolo di garanzia per gli investitori, ma rappresentano una leva strategica importante anche per gli intermediari, che possono utilizzarli per offrire servizi di più elevata qualità ai loro clienti.

Riassumendo in modo sintetico, la metodologia identificata per ottenere il profilo di rischio degli investitori può essere scomposta nelle seguenti fasi, che, a loro volta, corrispondono a diverse sezioni di un ipotetico questionario:

- Elicitazione delle preferenze verso il rischio dell'investitore tramite procedure consolidate negli esperimenti di laboratorio.
- Identificazione e misurazione della conoscenza e della capacità finanziaria dell'investitore.
- Identificazione e misurazione delle distorsioni comportamentali rilevanti.
- Costruzione del profilo di rischio (o misurazione della tolleranza al rischio) dell'investitore tramite l'aggregazione delle informazioni sotto forma di indice sintetico.
- Classificazione dell'investitore per profilo di rischio e orizzonte temporale degli investimenti.

Il lavoro propone sostanzialmente di partire dal concetto economico di avversione al rischio per arrivare, attraverso una serie di aggiustamenti, basati sui risultati ottenuti dalla recente letteratura economica e finanziaria, alla definizione di tolleranza al rischio e alla classificazione degli investitori. La procedura descritta presenta una serie di questioni aperte che nel corso dello studio sono messe in evidenza e la cui soluzione pratica è rimandata al momento di un'eventuale implementazione.

Il lavoro ha evidenziato come l'aggregazione delle informazioni in modo coerente non sia di banale implementazione. A questo si deve aggiungere che la classificazione degli investitori in diverse classi di rischio costituisce la prima fase di un processo che per essere completo deve arrivare fino alle proposte finali di investimento. In altre parole, il passo successivo sarebbe quello di legare attraverso procedimenti rigorosi e trasparenti la classificazione degli investitori ad una serie di adeguate proposte di investimento, diverse a seconda dell'orizzonte temporale prescelto e delle possibilità offerte dal mercato in momenti di tempo diversi.

La ricerca futura su questi temi deve necessariamente contemplare la possibilità di testare sia in laboratorio sia sul campo la metodologia.

## Bibliografia

- BARBER, B.M., ODEAN, T. (2001), "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment", *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), pp. 261-292.
- BARSKY, R. B., F. T. JUSTER, M. S. KIMBALL, M. D. SHAPIRO (1997) "Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Study", *Quarterly Journal of Economics*, 112, 537-579.
- BECKMANN, D., L. MENKHOFF (2008), "Will Women Be Women? Analyzing the Gender Difference among Financial Experts", *Kyklos*, 61(3), pp. 364-384.
- COX, J, HILLMAN, R., LANGEWOORT, D. (1997), "Securities Regulation Cases and Materials", 2nd edn.
- HOLT, C., S. LAURY (2002), "Risk Aversion and Incentive Effects", *American Economic Review*, 92(5), pp. 1644-1655.
- KAHNEMAN, D., SLOVIC, P., & TVERSKY, A. (1982) *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, New York: Cambridge University Press.
- KLÖHN, L. (2009), "Preventing Excessive Retail Investor Trading under miFID: A Behavioural Law & Economics Perspective", *European Business Organization Law Review*, 10, 437-454.
- LINCIANO, N., SOCCORSO, P. (2012), "Assessing Investors' Risk Tolerance Through a Questionnaire", Consob Discussion Papers, 4.
- LOOMES, G., SUDGEN, R. (1982) "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty", *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 92(368), pp. 805-24.
- MOLONEY, N. (2005), "Building a Retail Investment Culture through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive", *European Business Organisation Law Review*, 6, 341-421.
- NENKOV, G.Y., MORRIN, M., WARD, A., SCHWARTZ, B., HULLAND, J. (2008) "A short form of the maximization scale: Factor structure, reliability and validity studies", *Judgment and Decision Making*, 3, 371-388.
- PAN, C. H., STATMAN, M. (2012) "Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities", Santa Clara University working paper.
- Perrone, A. (2010), "Gli obblighi di informazione", in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di D'Apice, R., 507-516.
- SCHWARTZ, B., WARD, A., LYUBOMIRSKY, S., MONTEROSSO, J., WHITE, K., LEHMAN, D.R. (2002), "Maximizing versus satisficing: Happiness is a matter of choice", *Journal of Personality & Social Psychology*, 83, 1178-1197.
- SHEFRIN, H. (2002), *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, New York, Oxford University Press.
- SHEFRIN H., STATMAN M. (2000), "Behavioral portfolio theory", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 35, pp. 127-151.

STRAHILEVITZ, M., T. ODEAN, B. BARBER (2011), "Once Burned, Twice Shy: How Naïve Learning, Counterfactuals, and Regret Affect the Repurchase of Stocks Previously Sold," *Journal of Marketing Research*, forthcoming.