



*La profilatura del rischio nel contesto
della Direttiva MiFID: stato dell'arte e
prospettive future*

Nicoletta Marinelli

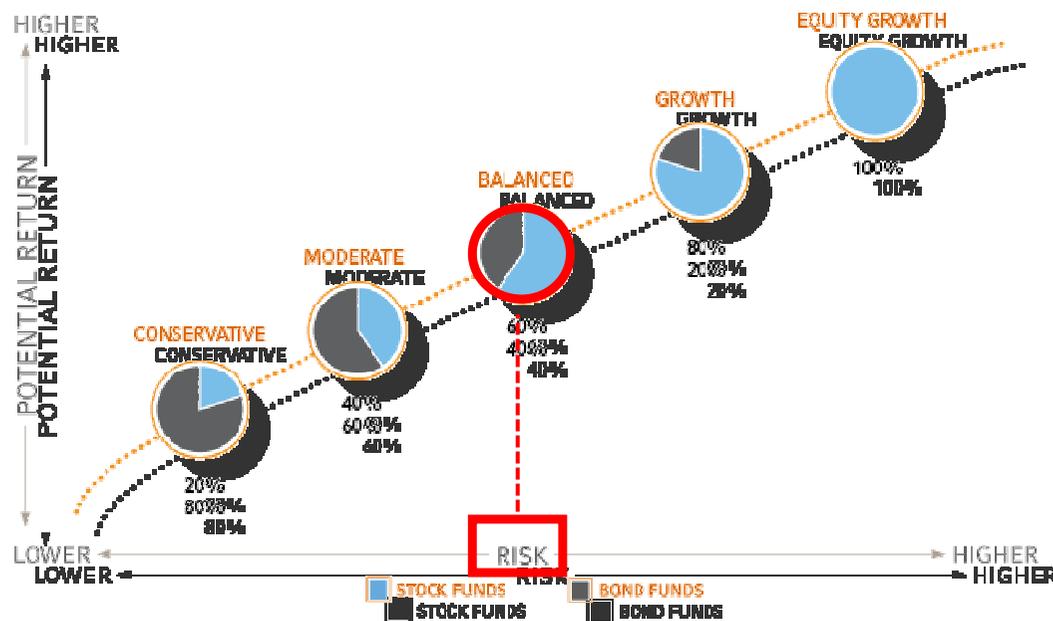
Università degli Studi di Macerata
Ricercatrice in Economia degli Intermediari Finanziari
Dipartimento di Economia e Diritto

Camilla Mazzoli

Università Politecnica delle Marche
Ricercatrice in Economia degli Intermediari Finanziari
Dipartimento di Management

La nozione di rischio nelle scelte di portafoglio

I portafogli modello: rendimento, rischio e composizione



- La definizione del rischio è al centro di qualsiasi attività di consulenza avente ad oggetto il settore degli investimenti
- La rappresentazione tipica delle scelte di portafoglio avviene su uno spazio bidimensionale di rendimento atteso e rischio (Markowitz, Premio Nobel Economia 1990)
- Dato il profilo di rischio dell'investitore, il portafoglio ottimo è quello che massimizza il rendimento
- Uniperiodale

- *Come si definisce nella pratica il profilo di rischio di un investitore?*

La nozione di rischio nelle scelte di portafoglio

- Il profilo di rischio dell'investitore è attualmente indagato nell'ambito dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza (*suitability rule*)

Il portafoglio adeguato tramite il questionario di adeguatezza



CONOSCENZA ED ESPERIENZA (in caso di contestazione, indicare le risposte sulla base del livello di conoscenza ed esperienza dell'investitore che è possibile in minor grado)

- D.1 Come definirebbe la sua conoscenza degli strumenti finanziari?
 A Basica: conosco le caratteristiche degli strumenti/prodotti finanziari semplici (ad es. Titoli di Stato)
 B Medio: conosco le caratteristiche dei principali strumenti/prodotti finanziari (quali ad es. obbligazioni, anche indicizzate, azioni e fondi comuni) comprendendone i principali rischi e le dinamiche
 C Elevata: conosco le caratteristiche degli strumenti/prodotti finanziari, anche complessi, e sono in grado di valutare i principali rischi in relazione alle dinamiche di mercato
- D.2 I suoi studi o la professione che svolge o ha svolto in passato le hanno consentito di acquisire competenze specifiche in ambito finanziario?
 A Sì
 B No
- D.3 Le sue abitudini di investimento le hanno consentito di acquisire competenze specifiche in ambito finanziario?
 A Sì
 B No
- D.4 Con quale frequenza si tiene aggiornato sull'andamento dei mercati finanziari e dei suoi investimenti?
 A Non spago l'andamento dei mercati finanziari e mercato vecchio (andamento dei miei investimenti)
 B Mi informo periodicamente sui mercati finanziari e sull'andamento dei miei investimenti
 C Mi tengo costantemente aggiornato sull'andamento dei mercati e dei miei investimenti

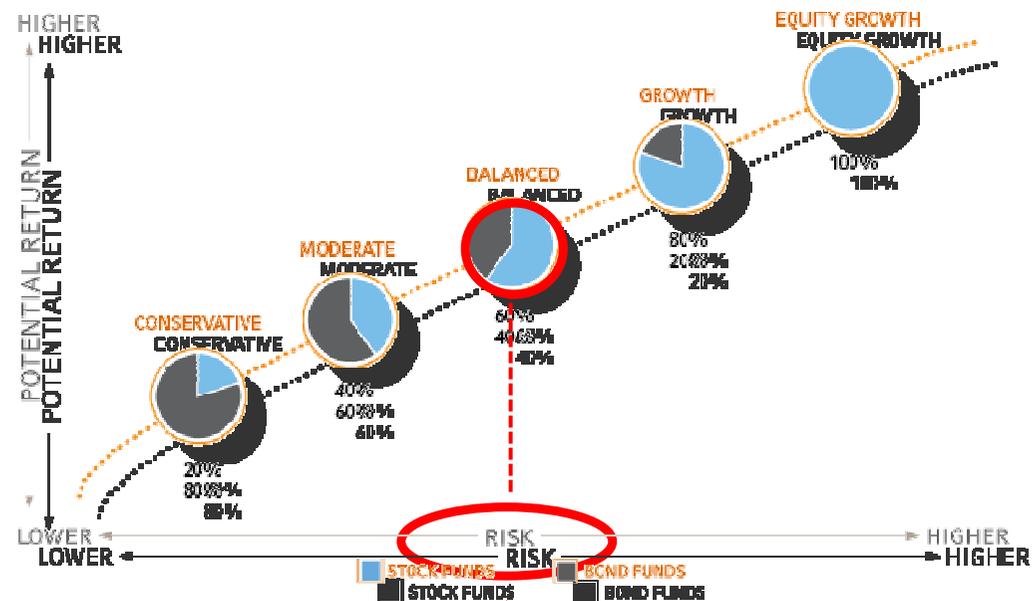
OBIETTIVI DI INVESTIMENTO

- D.5 Con quale obiettivo effettua i suoi investimenti?
 A Contenere le oscillazioni del valore del mio portafoglio accettando una crescita limitata
 B Perseguire una crescita moderata nel tempo, tollerando oscillazioni anche apprezzabili del valore del mio portafoglio
 C Perseguire una crescita significativa nel tempo, tollerando oscillazioni rilevanti del valore del mio portafoglio
- D.6 In un orizzonte temporale di 2/3 anni, quanta parte dei suoi investimenti pensa di utilizzare per spese importanti (anche di natura straordinaria, quali ad esempio l'acquisto di una casa, l'avvio di un'attività commerciale o imprenditoriale, ecc.)?
 A Oltre il 75%
 B Circa la metà
 C Non più del 25%

- D.7 Come giudica un investimento in azioni?
 A Molto rischioso: accettabile solo in misura contenuta rispetto al totale dei miei investimenti
 B Accettabile in misura anche apprezzabile rispetto al totale dei miei investimenti
 C Favorevolmente, anche con esposizioni significative

SITUAZIONE FINANZIARIA

- D.8 Quale si aspetta possa essere l'andamento del suo reddito negli anni futuri?
 A Mi aspetto una certa riduzione
 B Mi aspetto un andamento incerto (es. tipicamente da lavoro autonomo, a progetto o stagionale)
 C Mi aspetto una certa stabilità (es. incrementi in linea con l'inflazione) ovvero una crescita
- D.9 Qual è la sua capacità di risparmio in relazione al complesso dei suoi redditi?
 A Non riesco a risparmiare nulla e consumo parte del mio patrimonio per mantenere il mio tenore di vita
 B Risparmio meno del 20% del reddito mensile
 C Risparmio più del 20% del reddito mensile



Score assegnato dal questionario

I quesiti su cui riflettere

...lo stato dell'arte



CONSCENZA ED ESPERIENZA In caso di collettore, indicare le figure sulla base del livello di conoscenza ed esperienza del finanziere che il prodotto è stato gestito

1. Come definirebbe la sua conoscenza degli strumenti finanziari?
 A. Basso, conosco le caratteristiche degli strumenti finanziari tradizionali (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni)
 B. Medio, conosco le caratteristiche degli strumenti finanziari tradizionali (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni) e gli strumenti finanziari innovativi (azioni e titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni)
 C. Alto, conosco le caratteristiche degli strumenti finanziari tradizionali (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni) e gli strumenti finanziari innovativi (azioni e titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni)

2. Il suo ruolo in la professione che svolge e ha svolto in passato le hanno consentito di acquisire competenze specifiche in ambito finanziario?
 A. Sì
 B. No

3. In caso di attività di investimento le hanno consentito di acquisire competenze specifiche in ambito finanziario?
 A. Sì
 B. No

4. Con quale frequenza si sono aggiornati sull'andamento dei mercati finanziari e dei suoi investimenti?
 A. Con ogni l'andamento dei mercati finanziari e il proprio livello di competenza in merito agli investimenti
 B. Mi hanno segnalato un mercato finanziario e il gestore del mio investimento
 C. Mi hanno segnalato un mercato finanziario e il gestore del mio investimento
 D. Mi hanno segnalato un mercato finanziario e il gestore del mio investimento

OGGETTI DI INVESTIMENTO
5. Quali sono le attività oggetto dei suoi investimenti?
 A. Contiene le oscillazioni del valore del mio portafoglio accettando una certa limitazione
 B. Perseguo una crescita moderata nel tempo, selezionando soluzioni anche aggressive nel valore del mio portafoglio
 C. Perseguo una crescita significativa nel tempo, selezionando soluzioni rischiate nel valore del mio portafoglio

6. In un orizzonte temporale di 12 mesi, quanto pensa dei suoi investimenti possa di utilizzare per nuove opportunità (acquisto di azioni strutturate, titoli ad esempio l'acquisto di una casa, l'avvio di un'attività commerciale o imprenditoriale, ecc)?
 A. Oltre il 50%
 B. Tra il 30% e il 50%
 C. Tra il 10% e il 30%
 D. Meno del 10%

7. Come giudica un investimento in azioni?
 A. Molto difficile, soprattutto se non ho conoscenze rispetto al titolo del mio investimento
 B. Difficile, in base alle conoscenze rispetto al titolo del mio investimento
 C. Moderatamente facile, in base alle conoscenze rispetto al titolo del mio investimento
 D. Facilissimo, anche con ragionevole agilità

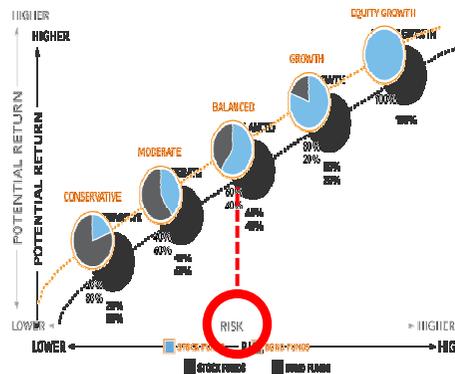
SITUAZIONE FINANZIARIA
8. Quali le attività principali oggetto del suo reddito negli ultimi mesi?
 A. Il mio reddito proviene principalmente da attività di natura patrimoniale (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni)
 B. Il mio reddito proviene principalmente da attività di natura patrimoniale (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni) e da attività di natura patrimoniale (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni)
 C. Il mio reddito proviene principalmente da attività di natura patrimoniale (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni) e da attività di natura patrimoniale (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni)
 D. Il mio reddito proviene principalmente da attività di natura patrimoniale (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni) e da attività di natura patrimoniale (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, derivati, fondi comuni, derivati strutturati, prodotti di rischio, azioni e fondi comuni)

9. Qual è la sua capacità di risparmio in relazione al complesso dei suoi redditi?
 A. Non posso risparmiare nulla, il mio reddito è tutto necessario per mantenere il mio tenore di vita
 B. Risparmio meno del 20% del mio reddito
 C. Risparmio tra il 20% e il 40% del mio reddito
 D. Risparmio più del 40% del mio reddito

■ Come viene rilevato il profilo di rischio del cliente negli attuali questionari MiFID?

■ Quanto sono affidabili/confrontabili tra loro i profili che si ottengono utilizzando questionari di profilatura MiFID diversi?

...le prospettive future



■ Quanto sono efficaci gli attuali strumenti di rilevazione nel definire il profilo di rischio di un soggetto?

■ Esistono margini di miglioramento degli attuali strumenti di rilevazione?

Lo stato dell'arte

Il campione (*Marinelli e Mazzoli, The traditional approach to risk tolerance , 2011*)

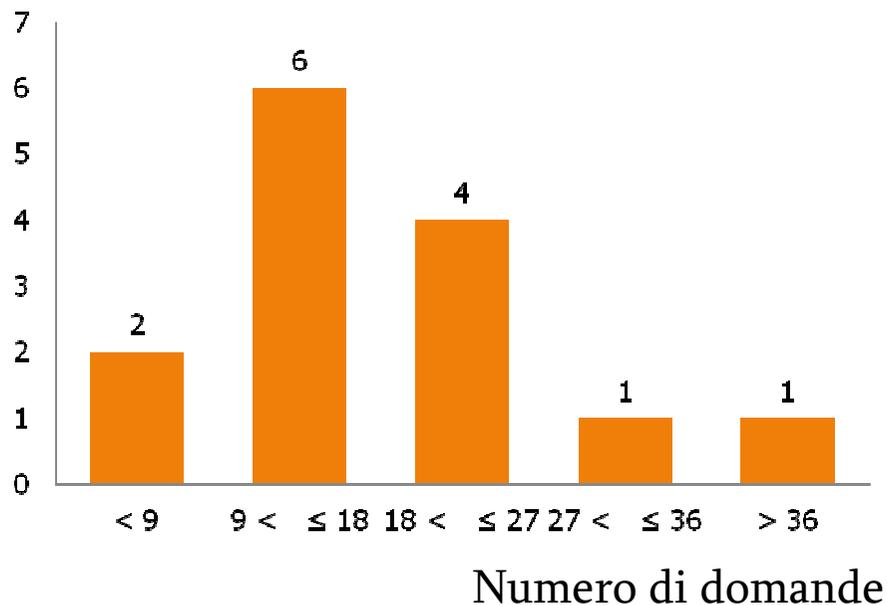
- questionari di adeguatezza
- clienti *retail*
- primi 14 Gruppi Finanziari italiani nel settore del risparmio gestito in termini di patrimonio promosso (Assogestioni, 2009)
- 90 per cento del mercato totale
- aggiustati al “L3” della MiFID (Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 Marzo 2009)

Di recente, la CONSOB ha condotto un'indagine assimilabile che è interessante considerare in questa sede come termine di paragone e aggiornamento della nostra evidenza empirica

(N. Linciano, P. Soccorso, Discussion Paper n. 4, Luglio 2012).

Lo stato dell'arte

Primo sguardo d'insieme....



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

- Il format più essenziale contiene 8 domande, quello più esteso 37 domande
- Il format più utilizzato contiene tra le 9 e le 18 domande
- La dispersione rispetto alla media non è trascurabile, con una convergenza verso il lato sinistro della distribuzione

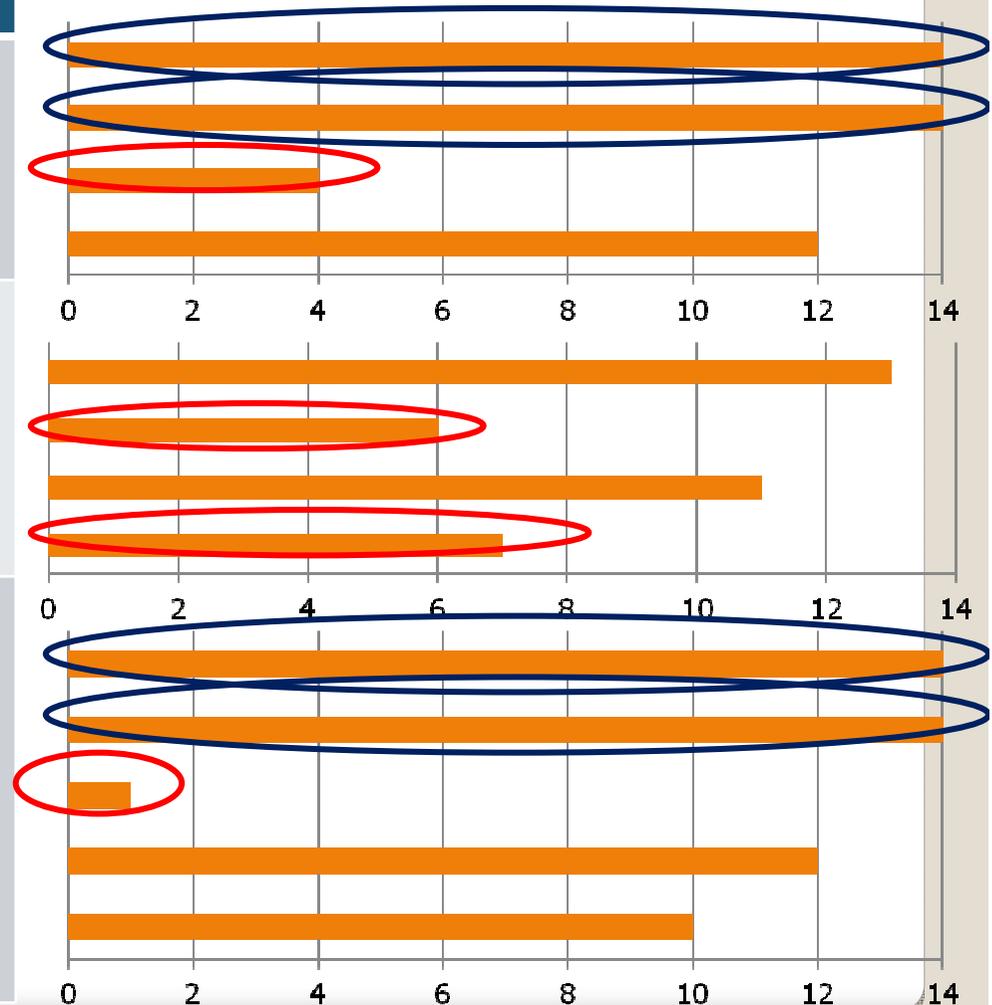
CONSOB,
Discussion Paper,
2012

Lo stato dell'arte

Completezza rispetto agli *item* della Direttiva "L2"

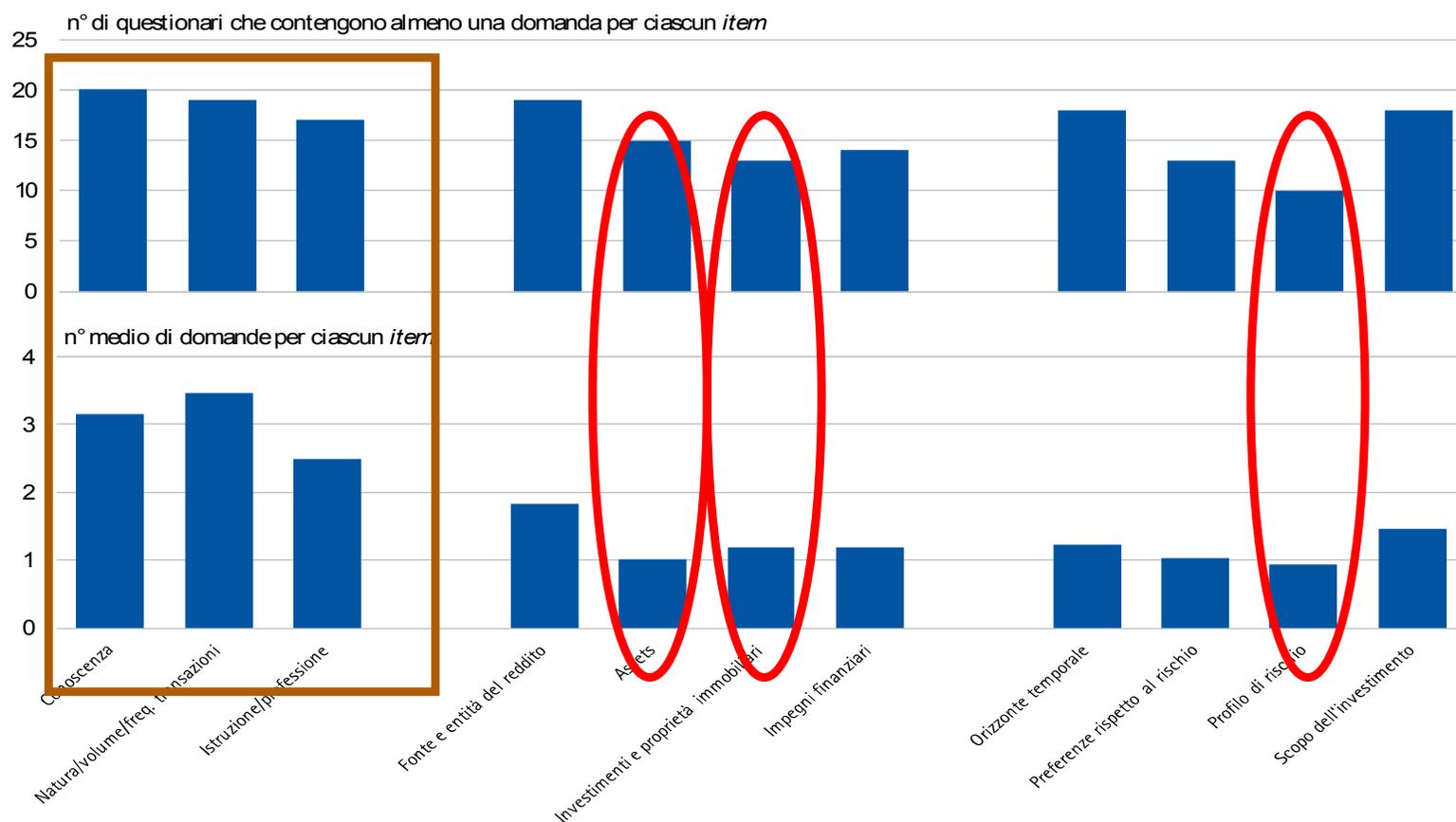
Contenuto, ove pertinente

- ◆ Orizzonte temporale
- ◆ Preferenze in materia di rischio
- ◆ Profilo di rischio
- ◆ Finalità dell'investimento
- ◆ Fonte e consistenza del reddito
- ◆ Asset
- ◆ Investimenti e proprietà immobiliari
- ◆ Impegni finanziari
- ◆ Familiarità strumenti finanziari
- ◆ Volume/frequenza delle operazioni passate
- ◆ Periodo delle operazioni passate
- ◆ Livello di istruzione
- ◆ Professione



Lo stato dell'arte

Completezza rispetto agli *item* della Direttiva "L2"



CONSOB, Discussion Paper, 2012

Lo stato dell'arte

Il campione (*Marinelli e Mazzoli, The traditional approach to risk tolerance , 2011*)

- questionari di adeguatezza
- clienti *retail*
- 3 Banche italiane (A, B, C per motivi di privacy)
- che ci hanno fornito il modello di *scoring* sottostante

Ciascuno dei tre questionari è stato fatto compilare ad un campione casuale di 100 soggetti

Obiettivo conoscitivo:

Quanto sono affidabili/confrontabili i questionari di adeguatezza MiFID in termini di coerenza dei profili che si ottengono quando la stessa persona compila questionari differenti?

Lo stato dell'arte

Percentuale di coerenza tra i profili ottenuti con i tre questionari

Tra tutti i questionari	Tra questionario A e B	Tra questionario A e C	Tra questionario B e C
23%	49%	40%	47%

Nel 77% dei casi i profili non sono coerenti tra i tre questionari di adeguatezza. In particolare, nel 14% dei casi, lo stesso soggetto ottiene un profilo **totalmente differente** passando dal profilo più dinamico a quello più conservativo a seconda della banca.

Lo stato dell'arte - Osservazioni conclusive

Coerenza tra i profili

- Pensare di ottenere profili uguali con questionari diversi è un errore
- Ogni questionario riflette:
 - il modello di *business*
 - le interpretazioni della funzione *compliance*
 - le caratteristiche dei prodotti offerti
 - l'approccio relazione del *front-office*

Contenuto

- Il contenuto del questionario di adeguatezza è **molto variabile** da un Intermediario all'altro, pur coprendo le tre sezioni della Direttiva "L1".
- Alcuni tratti comuni:
 - i **parametri oggettivi** sono indagati **più frequentemente**
 - orizzonte temporale
 - finalità dell'investimento
 - rischio "oggettivo"
 - le **caratteristiche soggettive** dei clienti sono **generalmente trascurate**
 - investimenti passati
 - impegni finanziari correnti
 - rischio "soggettivo"

Le prospettive future

Come viene rilevato il profilo di rischio?

Come percepisce il suo profilo di rischio?

- Sono un investitore prudente con limitata propensione al rischio (protezione del capitale)
- Sono un investitore moderatamente propenso al rischio (rendimenti periodici nel medio periodo)
- Sono un investitore propenso al rischio (crescita del capitale nel medio/lungo periodo)
- Sono un investitore decisamente propenso al rischio (elevata crescita del capitale nel lungo periodo)

Come reagisce alle variazioni negative temporanee del suo portafoglio (es. -30%)?

- Vendo immediatamente
- Passo notti insonni
- Le accetto su parte del portafoglio
- Sono da mettere in preventivo

Ha ricevuto in eredità da un lontano parente una casa nella periferia di un grande centro urbano. La casa è da ristrutturare e la zona sta diventando sempre più popolata per via di alcuni insediamenti commerciali. La casa (che vale circa 300.000 euro) può essere affittata nelle condizioni attuali. Secondo un esperto di fiducia, con un investimento di circa 100.000 euro, la casa potrebbe essere ristrutturata e affittata tra un anno a un affitto doppio rispetto a quello attuale. Cosa decide di fare?

- Effettuo i lavori di ristrutturazione
- Non vendo la casa e l'affitto nelle condizioni attuali
- Vendo subito la casa

Le prospettive future

Quanto è affidabile l'auto-valutazione del profilo di rischio attraverso strumenti del tipo questionario?

Letteratura economica



Questionari psicometrici
(auto-valutazione del profilo di rischio)
come pensiamo di essere

Letteratura psicologica



Strumenti psico-fisiologici
(reazione emotiva al rischio)
come siamo

Le prospettive future

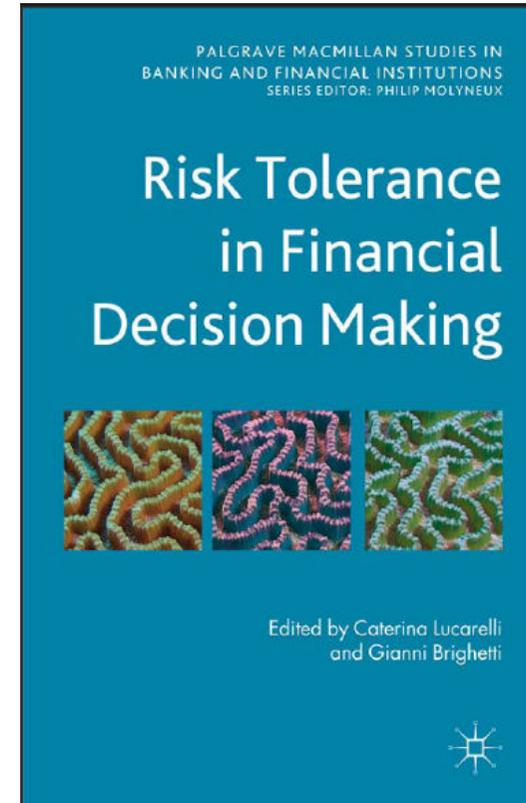
Obiettivo della ricerca

Verificare la **coerenza** tra auto-valutazione del proprio profilo di rischio e reazione emotiva al rischio finanziario (*coerenza tra come pensiamo di essere e come siamo*)

Campione

Il campione dei **645** soggetti esaminati comprende:

- clienti di banche;
- dipendenti di banche;
- promotori finanziari;
- trader;
- asset manager.



Le prospettive future

Metodologia – test psicometrico (auto-valutazione)

Si basa sulla **13-item risk scale** di Grable & Lytton (1999 e 2003).

E' l'unica scala con **adeguata validazione** (validità + attendibilità) non coperta da copyright (Davey & Resnik, 2008).

Auto-valutazione del profilo di rischio

0



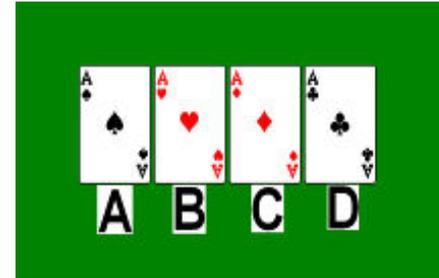
Soggetti che si auto-valutano
non amanti del rischio

1



Soggetti che si auto-valutano
amanti del rischio

Metodologia – test IGT (reazione emotiva al rischio)



La misura della SCR è la **risposta somatica** anticipata sviluppata dall'individuo durante lo svolgimento dell'IGT.

- ogni carta fa guadagnare o perdere una somma
- si deve guadagnare più possibile
- non si sa dopo quante scelte il gioco si conclude
- i mazzi A e B sono quelli svantaggiosi
- i mazzi C e D sono quelli vantaggiosi
- il gioco è 'impenetrabile' cognitivamente

0



Soggetti poco attratti dal rischio

Reazione emotiva al rischio

1



Soggetti molto attratti dal rischio

Le prospettive future

L'auto-valutazione è in linea con la reazione emotiva al rischio?

Indice di correlazione tra auto-valutazione (AV) e reazione emotiva (RE)

	AV	RE
AV	1	
RE	0,07	1

Relazione tra auto-valutazione (AV), reazione emotiva (RE) e Asset Allocation

	RE	AV
LIQU	0,01	-0,19***
OBB	-0,08	-0,16***
GEST	0,06	0,15***
AZIONI	-0,08	0,27***
DER	-0,02	0,13***
PAF	0,09	0,01

Le prospettive future

Ma è così sbagliato che l'auto-valutazione sia diversa dalla reazione emotiva?

Rispetto all'auto-valutazione, la reazione emotiva potrebbe fornire informazioni ulteriori circa il comportamento di un investitore nei confronti del rischio ma:

- ✓ la reazione emotiva astrae dai vincoli che un soggetto potrebbe dover sopportare nelle proprie scelte finanziarie;
- ✓ l'auto-valutazione è coerente con il nostro comportamento finanziario (composizione di portafoglio).

La chiave di lettura del soggetto è l'auto-valutazione

...ma così come rilevata al momento non è sufficiente

Le prospettive future – Osservazioni conclusive

Quali sfide per il futuro?

Migliorare gli strumenti di rilevazione del profilo di rischio tenendo conto delle distorsioni comportamentali evidenziate dagli studi recenti in tema di discrepanza tra auto-valutazione e reazione emotiva al rischio.

Individuare un mix di variabili che, combinate tra loro, permettano di approssimare con un basso livello di errore il profilo di rischio di un soggetto misurato attraverso l'auto-valutazione.

Variabili che, in parte, sono probabilmente già contenute nei questionari di adeguatezza MiFID, ma che potrebbero avere un potenziale informativo del tutto nuovo.

Ci stiamo lavorando...



Grazie per l'attenzione!

nicoletta.marinelli@unimc.it

c.mazzoli@univpm.it