



Università  
Ca' Foscari  
Venezia  
Facoltà  
di Economia

Corso di Laurea  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Analisi della relazione tra la  
profilatura della clientela ed  
il portafoglio d'investimento

**Relatori**

Prof. Claudio Pizzi

Prof. Ugo Rigoni

**Laureando**

Luca Ganassin

Matricola 827663

**Anno Accademico**

2014-2015

---

# INDICE

---

<b>Indice</b>	<b>2</b>
<b>Elenco delle tabelle</b>	<b>5</b>
<b>Introduzione</b>	<b>i</b>
<b>1 Quadro normativo di riferimento</b>	<b>1</b>
1.1 Premessa . . . . .	1
1.2 Una direttiva sui mercati finanziari . . . . .	2
1.3 Classificazione della clientela . . . . .	6
1.4 Adeguatezza, appropriatezza e "mera esecuzione o ricezione di ordini" . . . . .	8
<b>2 Profilatura della clientela</b>	<b>15</b>
2.1 Premessa . . . . .	15
2.2 Il questionario MIFID . . . . .	16
2.3 Le singole sezioni del questionario . . . . .	20
2.3.1 Esperienza e conoscenza in materia d' investimenti . . . . .	22
2.3.2 Situazione finanziaria . . . . .	25
2.3.3 Obiettivi d'investimento . . . . .	25
2.3.4 Caratteristiche socio-demografiche . . . . .	26
2.3.5 Tolleranza al rischio . . . . .	27
2.4 Margini di miglioramento . . . . .	27

---

2.5	La teoria finanziaria classica . . . . .	30
2.6	La finanza comportamentale . . . . .	33
2.6.1	Euristiche in ambito di acquisizione ed elaborazione delle informazioni . . . . .	34
2.6.2	Effetto certezza, effetto riflesso ed effetto inquadramento . .	37
2.7	Altri aspetti da considerare . . . . .	41
2.8	La profilatura secondo la BCC . . . . .	42
<b>3</b>	<b>Il dataset, le variabili ed il numero di osservazioni</b>	<b>44</b>
3.1	Premessa . . . . .	44
3.2	I dati forniti dalla BCC . . . . .	45
3.2.1	Diversi tipi di questionari . . . . .	46
3.2.2	I periodi di riferimento . . . . .	46
3.2.3	Il portafoglio d'investimento . . . . .	48
3.2.4	Gli indicatori MIFID della BCC . . . . .	50
3.3	Il dataset definitivo . . . . .	52
<b>4</b>	<b>Analisi della profilatura della clientela</b>	<b>53</b>
4.1	Premessa . . . . .	53
4.2	Dinamiche temporali degli indicatori MIFID . . . . .	54
4.3	Analisi composizione del portafoglio . . . . .	59
4.3.1	Composizione del portafoglio in relazione al Questionario 1	61
4.3.2	Composizione del portafoglio in relazione al Questionario 2	67
4.4	Matrice delle correlazioni . . . . .	70
4.5	Regressione logistica . . . . .	74
	<b>Conclusioni</b>	<b>i</b>
	<b>Bibliografia</b>	<b>1</b>

<b>INDICE</b>	<b>4</b>
<b>Sitografia e fonti normative</b>	<b>5</b>
<b>A Questionario MI_FT_N</b>	<b>7</b>
<b>B Variabili presenti nel dataset "Dati"</b>	<b>15</b>

---

## ELENCO DELLE TABELLE

---

1.1	Obblighi e doveri secondo la direttiva MIFID e la delibera CONSOB . . . . .	14
2.1	Indicazioni sul Questionario secondo la MIFID e la letteratura . . . . .	21
3.1	Frequenze percentuali tipi questionari . . . . .	46
3.2	Periodi temporali di riferimento . . . . .	46
3.3	Frequenze del numero di questionari compilati . . . . .	47
3.4	Portafoglio d'investimento nei 2 diversi questionari. . . . .	49
4.1	Composizione media del portafoglio in base alla conoscenza degli investitori.	62
4.2	Media della composizione del portafoglio in base all'esperienza degli investitori. . . . .	64
4.3	Media della composizione del portafoglio in base alla propensione al rischio degli investitori. . . . .	65
4.4	Media della composizione del portafoglio in base alla conoscenza degli investitori. . . . .	68
4.5	Media della composizione del portafoglio in base all'esperienza degli investitori. . . . .	69
4.6	Media della composizione del portafoglio in base alla propensione al rischio degli investitori. . . . .	69
4.7	Matrice delle correlazioni più media e deviazione standard primo periodo temporale. . . . .	73

---

4.8	Matrice delle correlazioni più media e deviazione standard del secondo periodo temporale. . . . .	73
4.9	Modello Logistico usando come variabile dipendente gli investimenti in titoli non rischiosi . . . . .	75
4.10	Modello Logistico usando come variabile dipendente gli investimenti in titoli rischiosi . . . . .	76
B.1	Indicazioni sulle variabile del dataset Dati . . . . .	16
B.2	Indicazioni sulle variabile del dataset Dati . . . . .	17

-

---

# INTRODUZIONE

---

Lo scopo principale di questa tesi è analizzare la relazione che intercorre tra la profilatura della clientela di una banca di credito cooperativa veneta ed il relativo portafoglio d'investimento dei clienti.

La presenza di prodotti finanziari sempre più complessi e difficili da gestire, ha richiesto negli anni l'introduzione di tutta una serie di procedure e direttive atte a garantire e tutelare gli investitori. La profilatura del cliente dal 2007 rientra tra le procedure previste a livello europeo per la salvaguardia e la tutela della clientela. Tale procedura, effettuata attraverso la compilazione di un questionario<sup>1</sup>, porta l'intermediario finanziario ad ottenere tutta una serie di informazioni inerente la conoscenza, l'esperienza e la propensione al rischio della propria clientela.

L'argomento principale dell'elaborato sarà quello di valutare come tale profilatura si comporti nel tempo e se c'è qualche tipo di connessione con le scelte d'investimento.

Strutturata in 4 capitoli, la tesi tratterà diversi argomenti.

Nel primo capitolo verranno discusse le principali direttive attualmente in vigore in tema di profilatura della clientela, dove si analizzeranno le varie fasi che hanno portato alla realizzazione del complesso quadro normativo, sia sul fronte europeo che nazionale, inerente la tutela e salvaguardia degli investitori.

Nel secondo capitolo verranno esaminate le tematiche relative al questionario previsto dalle direttive precedentemente esposte, a cui gli intermediari finanziari dal 2007 sono chiamati a rispettare per assolvere agli obblighi di profilatura della

---

<sup>1</sup>C.d. questionario MIFID.

clientela. Si discuteranno alcuni assunti in termini di teoria finanziaria classica e della più moderna finanza comportamentale.

Nel terzo capitolo invece verranno illustrati i dati utilizzati per effettuare l'analisi. Verrà fatta una panoramica sulle operazioni di filtraggio dei dati adoperate nel dataset originale fornito dalla banca di credito cooperativo, sulle variabili impiegate e sulla descrizione delle informazioni contenute. Tutto questo in quanto la parte di "data analyst" ha giocato un ruolo essenziale sia in termini di tempo che di risorse impiegate, ed è per questo considerata una sezione importante del lavoro svolto.

Nel quarto ed ultimo capitolo, verrà analizzata la relazione tra la profilatura della clientela ed il portafoglio d'investimento, spiegando se esiste o meno un rapporto statisticamente significativo tra le due componenti. In sostanza l'analisi verrà suddivisa in quattro fasi:

1. Studio delle dinamiche temporali degli indicatori previsti dalla direttiva MIFID;
2. Analisi della composizione del portafoglio in relazione agli indicatori previsti dalla direttiva MIFID;
3. Presentazione della matrice delle correlazioni di Spearman, più media e varianza delle variabili che rappresentano le voci del portafoglio d'investimento più i tre indicatori MIFID;
4. Creazione del modello Logistico.

I dati provengono da una banca di credito cooperativo veneta <sup>2</sup>, la quale, utilizzando il questionario MIFID della federazione Trentina<sup>3</sup>, ha raccolto e reso disponibili il proprio data base inerente la clientela così da poter effettuare l'analisi.

---

<sup>2</sup>Della Provincia di Vicenza.

<sup>3</sup>La Federazione Trentina della Cooperazione è oggi l'unica organizzazione di rappresentanza, assistenza, tutela e revisione del movimento cooperativo, giuridicamente riconosciuta, operante sul territorio della provincia di Trento. Essa riunisce oltre 500 società, attive in tutti i settori produttivi, e una base sociale costituita da circa 270.000 persone.



# CAPITOLO 1

---

## QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

---

### 1.1 PREMESSA

Negli ultimi decenni la complessità dei mercati finanziari ha visto l'introduzione di prodotti e servizi sempre più complessi e difficili da gestire. Questa nuova realtà ha portato il legislatore europeo prima, e quello italiano poi, a dover introdurre tutta una serie di norme di comportamento e di gestione atte principalmente alla regolamentazione di tali mercati. Tutti questi interventi legislativi sono stati molto importanti e rappresentano la conclusione di un lungo processo di produzione normativa, rivolta all'intera comunità europea, alla quale tutti gli stati membri sono stati richiamati ad adeguarsi.

In questo capitolo, tenendo conto dell'obiettivo prefissato dalla tesi, si è ritenuto indispensabile esporre una panoramica inerente l'insieme di norme europee e nazionali che regolano la disciplina dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei mercati finanziari regolamentati.

## 1.2 UNA DIRETTIVA SUI MERCATI FINANZIARI

Per **MIFID**, acronimo di Market in Financial Instruments Directive, si intende l'atto normativo 2004/39/CE emanato dal Parlamento e dal Consiglio Europeo nel 2004. La direttiva rappresenta il frutto di un lungo ed incisivo processo di innovazione riguardante la disciplina dei mercati finanziari regolamentati, dei servizi e delle attività di investimento. In tale processo si sono intrecciati interventi sia sul fronte comunitario che nazionale.

Per quanto riguarda il *fronte Europeo*, la MIFID rientra nel piano d'azione degli strumenti finanziari<sup>1</sup> iniziato dalla Commissione Europea nel maggio 1999. L'FSAP, proprio come spiegato da De Poli M. nel Volume a sua cura [10], ad oggi è un insieme di 42 Direttive finalizzate alla creazione di un mercato europeo dei servizi e prodotti finanziari integrato ed in grado di competere con quello statunitense per quanto riguarda il raggio d'azione, le risorse mobilitate e la dinamicità.

La direttiva 2004/39/CE, data la sua vasta portata ed il suo campo d'azione, è quella che si caratterizza maggiormente per lasciare poco spazio agli Stati membri in sede di recepimento, limitandoli notevolmente nella possibilità di aggiungere obblighi o misure aggiuntive rispetto a quelle previste dalla Direttiva<sup>2</sup>.

Il Parlamento ed il Consiglio Europeo hanno cercato di adottare una direttiva volta a rafforzare il quadro normativo comunitario dei servizi d'investimento e dei mercati regolamentati. La MIFID entrò in vigore dal 1 novembre 2007 e sostituì la Direttiva n. 93/22/CE riguardante i Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari, la c.d. ISD<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>Il c.d. FSAP dall'inglese Financial Services Action Plan.

<sup>2</sup>Il c.d. divieto di "gold plating". Con il termine gold plating si intende quella tecnica secondo la quale gli Stati membri hanno ampia discrezionalità in sede di attuazione delle direttive comunitarie. Essi possono aumentare gli obblighi di comunicazione, aggiungere i requisiti procedurali, o applicare regimi sanzionatori più rigorosi. Il gold plating è di solito presentata come una cattiva pratica, perché impone costi che avrebbero potuto essere evitati.

<sup>3</sup>Investment Services Directive, entrata in vigore il 10 maggio 1993.

Proprio come affermato dagli stessi legislatori europei nella Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio [44], gli obiettivi principali della MIFID possono essere riassunti in due punti essenziali:

- tutelare gli investitori e salvaguardare l'integrità del mercato, fissando requisiti armonizzati per l'attività degli intermediari autorizzati;
- promuovere l'equità, la trasparenza, l'efficienza e l'integrazione dei mercati finanziari.

Al fine di arrivare alla creazione di un ambiente finanziario competitivo ed armonizzato per i mercati e cercare di rafforzare la protezione degli investitori, il legislatore europeo ha dovuto integrare alla MIFID<sup>4</sup> delle misure di esecuzione. Tali misure, definite di "livello 2"<sup>5</sup>, vennero pubblicate in Gazzetta Ufficiale dell'UE il 2 settembre 2006 e si concretizzarono in:

- un regolamento n. CE1287/2006 del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva;
- una direttiva n. 2006/73/CE, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.

---

<sup>4</sup>Considerata una normativa di livello 1.

<sup>5</sup>La legislazione di livello 2 contiene le misure tecniche necessarie per rendere operativi i principi posti al livello 1. Tali misure tecniche vengono adottate dalla Commissione Europea attraverso specifici provvedimenti, con l'approvazione dei rappresentanti governativi dei singoli Stati Membri dell'Unione Europea (ESC- European Securities Committee).

La MIFID, come detto precedentemente, si caratterizza per essere una direttiva di ampia portata, con la quale il legislatore Europeo ha cercato di affrontare una moltitudine di tematiche. Le più importanti sono:

1. Imporre agli Stati membri tutta una serie di armonizzazioni delle norme che regolano i servizi e l'esercizio delle attività di investimento, tra le quali ad esempio l'armonizzazione delle regole procedurali e dei criteri di valutazione;
2. Tutelare gli investitori, stabilendo norme di comportamento per la fornitura di servizi d'investimento ai clienti, e anche norme minime sul mandato e sui poteri di cui possono disporre le autorità competenti nazionali, in particolare i test di adeguatezza e appropriatezza della clientela;
3. Occuparsi della trasparenza ed integrità del mercato, nel quale ad esempio viene stabilito l'obbligo di segnalare le operazioni effettuate e di conservarne la registrazione per un determinato periodo di tempo;
4. La protezione degli operatori, cercando di creare un mercato equo per i piccoli investitori. A tale riguardo si è cercato di vietare agli istituti finanziari di creare una discriminazione tra questi, offrendo ad alcuni di loro, ad esempio, un prezzo molto concorrenziale e migliore di quello pubblico divulgato;
5. L'architettura del sistema di vigilanza degli intermediari, dove viene imposto agli Stati membri il dover designare le loro autorità competenti, nel caso italiano CONSOB e Banca d'Italia, e trasmettere le informazioni necessarie alla Commissione, all'ESA<sup>6</sup> e alle stesse autorità competenti degli altri Stati membri.

---

<sup>6</sup>Autorità europea per i valori mobiliari.

Sul *fronte nazionale italiano* il recepimento della MIFID e delle misure esecutive di livello 2 portarono al nostro ordinamento italiano significative modifiche alla normativa primaria e secondaria in materia di attività di investimento e dei mercati finanziari. Tutto questo, a detta della CONSOB [23] portò verso un "livellamento del campo di gioco" attraverso l'omogenizzazione e piena armonizzazione delle regole di trasparenza e commercializzazione di prodotti finanziari nei confronti degli investitori e clienti.

L'Italia, attraverso il D.Lgs. n. 164 del 17 settembre 2007, attuativo della direttiva MIFID n. 2004/39/CE e delle misure di livello 2, diede il via al raggiungimento dell'obiettivo di adeguare la propria normativa interna a quella comunitaria.

Si introdussero diversi cambiamenti attraverso una serie di procedure di recepimento di direttive e regolamenti UE e si andarono ad attuare significative modifiche nel TUF (Testo unico della finanza)<sup>7</sup>. Su questo fronte il legislatore italiano, nell'adeguare tale materia ampia e complessa, effettuò una scelta di delegificazione alle autorità di vigilanza di settore (CONSOB e Banca d'Italia), dando loro il compito di recepire ed armonizzare le direttive e regolamenti europei in materia. Il processo andò a delinearsi, a livello secondario, con l'emanazione delle norme di competenza della CONSOB e della Banca d'Italia<sup>8</sup>. Il recepimento si completò sostanzialmente con l'approvazione, da parte della CONSOB, della delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, la quale rappresentò il Nuovo Regolamento degli Intermediari (NRI)<sup>9</sup>. In quest'ultimo venne, di fatto, preso atto degli obblighi di valutazione della coerenza degli investimenti, del nuovo assetto riguardate la di-

---

<sup>7</sup>Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 521.

<sup>8</sup>Uno degli ambiti della MIFID trattava non a caso l'architettura del sistema di vigilanza degli intermediari, dove viene imposto agli Stati membri di indicare le loro autorità competenti di settore. Su questa linea l'Italia ha dovuto compiere numerosi passaggi per definire gli ambiti di competenza delle singole Autorità di Vigilanza, e i poteri congiunti.

<sup>9</sup>Importanti sono stati anche le approvazioni con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007, del Regolamento Mercati, e l'emanazione del nuovo Regolamento congiunto della CONSOB e Banca d'Italia, approvato in data 29 ottobre 2007 ai sensi del disposto dell'art. 6-bis del D.Lgs. n. 58/1998.

sciplina dei mercati finanziari e delle regole di comportamento al quale tutti gli intermediari finanziari furono richiamati al rispetto dalla Commissione Europea e dal parlamento attraverso la MIFID.

Dato l'obiettivo dell'elaborato, e l'amplia portata delle normative appena viste, ci si concentrerà maggiormente sul quadro d'applicazione della MIFID, e delle manovre di recepimento effettuate dall'Italia, inerenti alle regole di comportamento che gli intermediari finanziari sono richiamati a rispettare in tema di tutela e conoscenza della clientela.

### 1.3 CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA

Prima dell'erogazione dei diversi servizi di investimento, le società di intermediazione finanziaria definiscono la tipologia di clientela attuale o potenziale in classi ben definite. Secondo la legislazione<sup>10</sup>, per cliente si intende persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori. Da questa definizione, nelle direttive, sono previste tre tipologie di clientela ben diversa<sup>11</sup>:

1. **professionale**: tutti quei clienti che si ritiene abbiano l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi<sup>12</sup>. Tale classe di clienti si suddivide a sua volta, come previsto dalla delibera CONSOB nell'allegato 3, in clienti di diritto e clienti professionali su richiesta. All'interno di questa suddivisione si possono distinguere tra clienti professionali pubblici e privati. Il legislatore prevede delle specifiche caratteristiche

<sup>10</sup>MIFID articolo 4 punto 12, riportata poi nella delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007, LIBRO III, Parte I, art. 26 comma 1 lettera c.

<sup>11</sup> MIFID art.4, riportato poi nella delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007, LIBRO III, Parte I, art. 26. Ma per comprendere appieno tutte le informazioni inerenti al tema, a livello nazionale, bisogna ricorrere alla combinazione fra le definizioni contenute nell'art. 6 del TUF e quelle dell'art. 26 della delibera CONSOB.

<sup>12</sup> MIFID art. 4 punto 11, riportata poi nella delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007, LIBRO III, Parte I, art. 26 comma 1 lettera d.

per definire ogni tipo di categoria di clientela. Importante è che per legge, l'intermediario finanziario può presumere che tutte le categorie di clienti professionali siano in possesso dell'esperienza, delle conoscenze e delle competenze necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che ogni singolo prodotto finanziario comporta. A tale riguardo comunque l'intermediario deve, prima di erogare qualunque prestazione di servizi, informare i clienti della loro classificazione e del trattamento che ne deriva di diritto, salvo diverso accordo.

2. **controparte qualificata**<sup>13</sup>: tutti quei clienti composti da banche, SIM e imprese di investimento, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo del risparmio e società di gestione di tali organismi (es. SGR), fondi pensione e società di gestione di tali organismi, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno stato membro, le imprese che non rientrano nell'ambito della MIFID, Governi nazionali e corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico e in fine Banche centrali e organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico. Tale categoria è considerata più un sottoinsieme dei clienti professionali. Occorre precisare che la MIFID non esclude che gli ordinamenti dei singoli Stati membri individuino ulteriori soggetti rientranti nella categoria delle controparti qualificate, opzione che per il momento non è stata esercitata dall'Italia. Tutti questi soggetti sono quelli che, secondo le normative, hanno meno bisogno di tutela.

3. **al dettaglio** (clienti retail)<sup>14</sup>: tutti quei clienti che non siano rientrati nella

---

<sup>13</sup>MIFID articolo 24.

<sup>14</sup> MIFID articolo 4 punto 12, riportata poi nella delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007, LIBRO III, Parte I, art. 26 comma 1 lettera e.

classe del cliente professionale e di controparte qualificata. Nel dettaglio sono clienti privi delle specifiche competenze e conoscenze professionali necessarie per essere in grado di compiere decisioni consapevoli in materia di investimento. Tale categoria di clientela beneficia del più elevato grado di protezione previsto dalla normativa di riferimento.

Questa divisione è importante in quanto la stessa MIFID prevede livelli di protezione diversi, per i clienti al dettaglio e quelli professionali, presumendo che i secondi abbiano una conoscenza maggiore delle dinamiche finanziarie rispetto ai primi. La classificazione della clientela per questo, è necessaria soprattutto per individuare gli obblighi informativi da assolvere, le forme di tutela da attuare (test di adeguatezza o appropriatezza) e i servizi di investimento da proporre osservando i possibili conflitti di interessi verso i quali queste categorie di clientela potrebbero incorrere.

#### 1.4 ADEGUATEZZA, APPROPRIATEZZA E "MERA ESECUZIONE O RICEZIONE DI ORDINI"

Uno degli aspetti più innovativi che ha portato l'attuazione della MIFID a livello nazionale, è stata soprattutto la parte inerente alla trasparenza dei mercati e alla tutela della clientela. L'esistenza di un mercato finanziario maturo, complesso sia nei prodotti offerti che nelle modalità di funzionamento, ha imposto l'introduzione di alcune regole di comportamento che gli intermediari finanziari sono richiamati a rispettare. Il comune investitore difficilmente è in grado di valutare e studiare da solo la moltitudine di servizi e prodotti finanziari offerti dal mercato e dagli intermediari finanziari e per questo, è necessario garantirgli un servizio di consulenza equo, corretto ed efficiente.

Le normative europee e le misure di recepimento nazionali, su questo punto, hanno un intento ben preciso che è quello di garantire agli investitori più consape-



volezza e coerenza sulle operazioni finanziarie. Si impone così agli intermediari finanziari di fornire informazioni chiare e trasparenti riguardo alcuni punti:

- costi dei servizi offerti;
- caratteristiche relative agli strumenti finanziari proposti;
- metodologia con la quale verranno custoditi i prodotti/servizi finanziari offerti;
- modalità con la quale verranno eseguiti gli ordini dei clienti;
- definizione dei conflitti di interesse che possono sussistere tra la Banca ed il cliente e come verranno gestiti.

Nel dettaglio, il livello di accuratezza e specificità delle informazioni può cambiare a seconda della classe di clientela a cui l'intermediario si rivolge.

Sul fronte della *tutela dei clienti* invece, si è cercato di creare una serie di provvedimenti riguardanti la conoscenza della clientela da parte degli intermediari finanziari. Viene previsto l'obbligo da parte di quest'ultimi, che effettuano consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, di ottenere dalla propria clientela attuale o potenziale, informazioni obbligatorie in merito:

1. alle conoscenze ed esperienze del cliente riguardo il tipo specifico di prodotto o servizio finanziario proposto;
2. alla situazione finanziaria del cliente stesso;
3. agli obiettivi di investimento del cliente stesso.

Tutto questo per permettere alle società di consulenza finanziaria di essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari più adatti al cliente o al potenziale cliente<sup>15</sup>. In pratica viene chiesto agli stati membri di assicurarsi che gli intermediari finanziari, quando prestano servizi di investimento, chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue

---

<sup>15</sup> Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 articolo 19 comma 4.

conoscenze riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è adatto al cliente stesso. Lo strumento utilizzato per raccogliere tali informazioni è un questionario.

Il questionario MIFID assolve la funzione di raccogliere e documentare le informazioni ottenute o fornite dal cliente all'impresa di investimento, permettendo a quest'ultima di assolvere a particolari obblighi di valutazione della coerenza degli investimenti<sup>16</sup> rispetto al profilo di ogni singolo investitore. Si parla di **obblighi di adeguatezza**, per i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti, e di **obblighi di appropriatezza** per quei servizi tipicamente esecutivi di ordini da parte dei clienti.

Attraverso la delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007<sup>17</sup>, l'Italia ha recepito gli obblighi di adeguatezza e di appropriatezza come previsti dalla MIFID e dalle misure di livello 2. Con il termine "*Valutazione dell'adeguatezza*" ci si riferisce all'obbligo, da parte degli intermediari finanziari, di ottenere un'ampia conoscenza del cliente per quei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli offerti. Negli articoli 39 e 40, della delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007<sup>18</sup>, si trovano specifici riferimenti a valutazioni di adeguatezza, per quanto riguarda i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti, affermando che la valutazione dell'adeguatezza, consiste nel verificare che le operazioni suddette soddisfino i seguenti criteri:

- corrispondano agli obiettivi di investimento del cliente in questione;
- siano di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;

<sup>16</sup>Test di adeguatezza e test di appropriatezza.

<sup>17</sup>LIBRO III, Parte II, Titolo II, Adeguatezza, appropriatezza e "mera esecuzione o ricezione di ordini".

<sup>18</sup>Articoli di recepimento della direttiva n. 2006/73/CE, del 10 agosto 2006 articolo 35 il quale, a sua volta, è attuativo dell'articolo 19 comma 4 della MIFID.

- siano di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

In base a tali informazioni, la valutazione si basa essenzialmente su tre principi fondamentali sui quali verranno indirizzate le singole domande del questionario, che sono:

1. *obiettivi di investimento*, come ad esempio includere dati sul periodo di tempo, le finalità e scopi per il quale il cliente intende conservare l'investimento;
2. *situazione finanziaria*, come ad esempio includere dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare, sulle attività e sugli investimenti finanziari già in atto;
3. *conoscenza ed esperienza riguardo i vari strumenti finanziari*, come ad esempio includere domande mirate a capire il livello di istruzione o la professione attuale del cliente.

Nel caso si tratti di soggetti rientranti nella categoria di "clienti professionali", l'intermediario finanziario può presumere, quando fornisce il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, che egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze tale da omettere la raccolta di molte delle informazioni sopra descritte. Inoltre nel caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale gli intermediari possono presumere che il cliente sia anche finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi, per questo l'intermediario può omettere il rilascio di alcuni obblighi informativi al cliente riguardo i processi e i rischi connessi all'investimento. Tuttavia, specialmente per i clienti al dettaglio, nelle situazioni in cui ci sia un rifiuto da parte del cliente a dare questo tipo di informazioni, l'impresa di investimento non potrà erogare i

servizi di consulenza e/o gestione del portafoglio, mentre tale divieto dipenderà da varie circostanze a seconda che il cliente sia classificato come professionale o controparte qualificata.

Con il termine *“Valutazione dell’appropriatezza”* ci si riferisce all’obbligo di ottenere una ridotta conoscenza del cliente per quei servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, più propriamente rientranti in quei servizi tipicamente esecutivi di ordini da parte dei clienti. Agli articoli 41 e 42<sup>19</sup>, della delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007, si trovano specifici riferimenti a valutazioni dell’appropriatezza, per quanto riguarda quei servizi tipicamente esecutivi di ordini dei clienti. Viene affermato che la valutazione dell’appropriatezza consiste nella verifica, da parte delle imprese di investimento, che il cliente abbia il livello di esperienze e conoscenze necessario per comprendere i rischi che il prodotto o servizio di investimento offerto o richiesto comporta.

La valutazione si basa sulla verifica che il cliente sia in grado di comprendere i rischi che i servizi di investimento ordinati comportano e che quindi siano appropriati al cliente stesso. Nel caso in cui il cliente rientri nella classe di *“cliente professionale”* gli intermediari possono presumere che tale soggetto abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento richiesti. A tale riguardo è da sottolineare che esiste una notevole similitudine tra le domande incluse nella verifica della adeguatezza e quella dell’appropriatezza, tanto che il campo conoscenza ed esperienza è il medesimo. La grande differenza, è che nell’eventuale rifiuto di dare informazioni da parte del cliente, per quanto riguarda la valutazione dell’appropriatezza, l’impresa potrà comunque prestare il servizio, fatta eccezione per il cliente retail. Inoltre qualora agli intermediari risulti che lo strumento o il servizio non sia appropriato

---

<sup>19</sup>Articoli di recepimento della direttiva n. 2006/73/CE, del 10 agosto 2006 articolo 36 il quale, a sua volta, è attuativo dell’articolo 19 comma 5 della MIFID.

per il cliente o potenziale cliente, lo devono avvertire di tale inappropriatezza<sup>20</sup>. Con il termine *Mera esecuzione o ricezione di ordini* ci si riferisce alla possibilità di esenzione, da parte degli intermediari finanziari di ottenere le informazioni sopra descritte nel caso sussistano determinate condizioni. Agli articoli 43 e 44<sup>21</sup>, della delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007, si tratta il tema dell'esenzione agli obblighi di adeguatezza e appropriatezza per mera esecuzione o ricezione di ordini riguardanti strumenti finanziari non complessi<sup>22</sup>, come ad esempio l'acquisto di titoli di Stato.

Una cosa essenziale da comprendere è che tutte queste valutazioni, atte alla tutela della clientela attuale o potenziale, vanno lette in un'ottica di controllo ex-ante, e non ex-post. La verifica dell'adeguatezza e dell'appropriatezza prevedono specifiche procedure di valutazione, il cui obbligo deve essere rispettato prima dell'erogazione del servizio o vendita del prodotto da parte dell'intermediario finanziario. Sono per questo obblighi da effettuare in fase di consulenza.

In via generale, in sede comunitaria, per quanto riguarda la tutela degli investitori, si è cercato di creare una struttura ben definita di regole di condotta per gli intermediari, in relazione ai differenti servizi e alla tipologia di clienti coinvolti. Viene chiesto in pratica, agli stati membri, di assicurarsi che gli intermediari finanziari identifichino la tipologia di cliente che hanno davanti e successivamente, chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze riguardo al tipo specifico di prodotto e servizio proposto o richiesto, ai suoi obiettivi d'investimento e alla sua situazione finanziaria. Il tutto per capire e determinare se il servizio o il prodotto in questione è adatto al cliente stesso.

Nella tabella 1.1, sono schematizzati gli obblighi e i doveri dei clienti e degli in-

---

<sup>20</sup>L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

<sup>21</sup>Articoli di recepimento della direttiva n. 2006/73/CE, del 10 agosto 2006 articolo 38 il quale, a sua volta, è attuativo dell'articolo 19 comma 6 della MIFID.

<sup>22</sup>C.d. Execution Only

intermediari finanziari secondo la direttiva MIFID e la legislazione italiana. Come si può osservare, il livello di protezione e trasparenza dovuto dagli intermediari finanziari, alla propria clientela cambia in maniera significativa a seconda che ci si rivolga a clienti al dettaglio, professionali o controparti qualificate.

Tabella 1.1: Obblighi e doveri secondo la direttiva MIFID e la delibera CONSOB

	Cliente professionale	Cliente al dettaglio	Controparte qualificata
Obblighi generali, da parte degli intermediari di informazione nei confronti del cliente	Minima	Si	No
Obblighi di reportistica, da parte degli intermediari verso il cliente	Minima	Si	No
Dovere del cliente a rispondere al questionario sull'adeguatezza	Parziale	Si	No
Dovere del cliente a rispondere al questionario sull'appropriatezza	No	Si	No
Dovere di applicare, da parte degli intermediari finanziari la procedura execution only	Si	Si	Si
Dovere da parte degli intermediari di applicare le norme per la corretta gestione dei conflitti di interessi	Si	Si	Si
Dovere da parte degli intermediari finanziari di avviare le procedure di esecuzione degli ordini alle migliori condizioni, best execution	Si	Si	No

## CAPITOLO 2

---

# PROFILATURA DELLA CLIENTELA

---

### 2.1 PREMESSA

Come si è visto nel capitolo precedente la MIFID ha introdotto numerosi cambiamenti e novità. Quelli che interessano maggiormente tale elaborato riguardano soprattutto le regole atte a migliorare la trasparenza e la tutela della clientela. Le misure previste dal legislatore si sono tradotte soprattutto con l'introduzione di determinate regole di comportamento, che ogni intermediario finanziario è chiamato a rispettare. In questo capitolo verrà effettuata una panoramica sulle tematiche relative al questionario previsto dal quadro normativo vigente<sup>1</sup>, a cui gli intermediari finanziari dal 2007 sono chiamati a rispettare, per assolvere agli obblighi di profilatura della clientela. Si discuteranno alcuni aspetti essenziali, in termini di teoria finanziaria classica e della più moderna finanza comportamentale, utili per ottenere una buona profilatura della clientela. Inoltre si accennerà anche al fatto dell'utilità, da parte degli intermediari finanziari, di ottenere informazioni corrette e tempestive riguardo la propria clientela.

---

<sup>1</sup>Sia a livello nazionale attraverso numerosi decreti legislativi attuativi, tra cui il più importante fu D.Lgs. n. 164 del 17 settembre 2007 e sia a livello europeo attraverso la direttiva MIFID, la 2004/39/CE, e le direttive di livello 2.

## 2.2 IL QUESTIONARIO MIFID

La profilatura del cliente, come già visto<sup>2</sup>, è prevista per acquisire tutta una serie di nozioni informative della propria clientela da parte dell'intermediario finanziario. Il livello di accuratezza e precisione di tali informazioni varia soprattutto in base alla tipologia di servizio che l'intermediario finanziario intende avviare. Essenzialmente la legislazione ha voluto distinguere [37]:

- Servizi di gestione patrimoniale o consulenza in materia di investimenti, dove deve sussistere da parte dell'intermediario un'ampia conoscenza del cliente. In questo caso la valutazione si basa su tre principi fondamentali sui quali verranno indirizzate le singole domande del questionario: obiettivi di investimento; situazione finanziaria; conoscenza ed esperienza riguardo i vari strumenti finanziari. Si parla di valutazione dell'adeguatezza.
- Servizi di collocamento, negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione di ordini. Da parte dell'intermediario è sufficiente una ridotta conoscenza del cliente. In questo caso la valutazione deve verificare se il cliente possiede il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che il prodotto o servizio di investimento richiesto comporta. Si parla di valutazione dell'appropriatezza.
- Servizio di mera esecuzione degli ordini, dov'è prevista l'esenzione da parte degli intermediari finanziari di adempiere all'obbligo di acquisizione delle informazioni relative alla conoscenza ed esperienza del cliente. Si parla di esenzione per execution only.

Il Questionario MIFID assolve la funzione di raccogliere e documentare le informazioni ottenute o fornite dal cliente all'impresa di investimento e consentire a

---

<sup>2</sup>Capitolo 1, sezione inerente al quadro normativo della MIFID nel contesto normativo europeo.



quest'ultima di assolvere al test di appropriatezza o di adeguatezza a seconda della tipologia di servizio di investimento che il cliente intende attivare. Il profilo finanziario che risulta dalla compilazione delle domande, andrà aggiornato ogni volta che le informazioni ottenute da parte degli intermediari finanziari non risulteranno più attuali rispetto agli effettivi bisogni del cliente. In ogni caso il questionario deve essere riproposto ogni tre anni.

Il legislatore europeo, attraverso la MIFID e le direttive di livello 2, ha previsto delle informazioni minime che il questionario dev'essere in grado di raccogliere e al quale tutti gli intermediari devono fare riferimento, così da assicurarsi una corretta conoscenza della propria clientela ed ottenere una buona profilatura. Secondo queste direttive, un questionario per la profilatura della clientela, deve essere composto da almeno 3 sezioni [23]:

1. Esperienza e conoscenza in materia di investimento riguardo il tipo specifico di prodotto o servizio finanziario:
  - tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza;
  - natura, volume e frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite;
  - professione e livello d'istruzione.
2. Situazione finanziaria:
  - fonte e consistenza del reddito regolare;
  - investimenti e beni immobili;
  - impegni finanziari regolari;
  - attività, comprese quelle liquide.
3. Obiettivi d'investimento:

- periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento;
- preferenze in materia di rischio;
- profilo di rischio;
- finalità dell'investimento.

Le sezioni sopra descritte permettono di adempiere alla valutazione di adeguatezza e appropriatezza da parte degli intermediari finanziari.

Bisogna considerare che queste 3 sezioni compongono le direttive minime europee che tutti gli stati membri sono tenuti rispettare, ma ogni stato è libero di ampliare le singole tematiche, prevedendo ulteriori informazioni dove necessario. A tale riguardo negli anni successivi diverse autorità nazionali ed europee, hanno predisposto numerose linee guide con lo scopo di accompagnare gli intermediari finanziari e i legislatori nazionali sul tema della profilatura della clientela attraverso il questionario MIFID.<sup>3</sup> Tutte queste linee guida non sono state realizzate con l'intento di creare un'imposizione, un metodo standard di creazione dei questionari, ma sono per lo più indicazioni generali, che ogni legislatore nazionale e intermediario finanziario dovrebbe tenere in considerazione.

A livello nazionale ogni intermediario finanziario può, una volta assicurato il rispetto delle indicazioni MIFID, dare l'impostazione che meglio preferisce al questionario. Nel contesto italiano<sup>4</sup> si è osservato che il questionario, in molte realtà finanziarie, è suddiviso in 4 sezioni e non in 3. In pratica si distingue tra esperienze in materia di investimenti e tra conoscenze in materia di investimenti, creando così due sezioni distinte anziché una. Altre volte le sezioni arrivano a 5 essendo anche inserita una sezione riferita alle informazioni socio/demografiche.

<sup>3</sup>[27]Linee guida proposte in ambito europeo dall'AMF, Autorité des marchés financiers. [13]Linee guida in tema di valutazione di adeguatezza proposte dall'ESMA, European Securities and Markets Authority. [8]Linee guida proposte dalla Financial Services Authority, FSA.

<sup>4</sup>Uno dei pochi studi disponibili in tema di questionari, in alternativa a quelli della CONSOB, è quello effettuato da Marinelli e Mazzoli nel 2010, [25] dal titolo *An insight into the suitability practice: the standard questionnaire dilemma*.

Uno studio della CONSOB del 2012 [23], dove sono stati analizzati 20 questionari utilizzati per la valutazione dell'adeguatezza e pervenuti da un campione di intermediari finanziari anonimi, ha cercato di indagare sulle procedure alla base dell'elaborazione del questionario e della sua somministrazione. Per fare questo la CONSOB ha "intervistato" gli intermediari finanziari cercando di raccogliere informazioni sulle modalità di strutturazione e di somministrazione del questionario, sulle verifiche dell'attendibilità dello strumento e sull'aggiornamento del profilo della clientela. Inoltre si è andato a valutare anche le variabili interne al questionario, l'aspetto grafico ed il linguaggio utilizzato. Da tale studio è emerso che il questionario MIFID, per come la maggior parte degli intermediari finanziari l'ha strutturato, è abbastanza soddisfacente in termini di legislazione europea e rispetta in pieno il quadro normativo previsto. Oltre a questo però non mancano le criticità e gli avvertimenti che la stessa CONSOB ha annunciato in diversi articoli. Secondo tale autorità nazionale i questionari non sarebbero immuni da alcuni problemi di tipo strutturale e di implementazione della profilatura. In modo particolare è stato rilevato che i questionari utilizzati dagli intermediari finanziari sono tra loro strutturati in maniera differente. In buona sostanza un cliente si trova ad avere differenti profili di rischio in base al tipo di questionario a cui viene sottoposto dai diversi intermediari finanziari. Riceve per cui profili di rischio diversi pur essendo la stessa identica persona. Su questo problema la CONSOB ha più volte ricordato agli intermediari finanziari che le domande presenti nel questionario dovrebbero rispettare due condizioni fondamentali previste anche nella teoria della finanza comportamentale che sono[30]:

- essere di struttura tale da limitare gli errori di percezione da parte del cliente in fase di compilazione del questionario;
- sul piano linguistico essere chiare e corrette.

Inoltre un altro aspetto importante, espresso anche nelle linee guida dell'ESMA,

divenute poi tematiche obbligatorie da recepire per gli stati membri, è che gli intermediari finanziari dovrebbero interessarsi maggiormente all'affidabilità e coerenza delle informazioni raccolte, contando il meno possibile su domande che portano all'autovalutazione del cliente come risposta. Questo perché molte volte l'autovalutazione porta il cliente consapevolmente o inconsapevolmente a dare risposte falsate, causando una raccolta di informazioni distorte ed incoerenti portando ad una scorretta profilatura della clientela. Questi e molti altri problemi sono stati citati dalla CONSOB e dalle linee guide di diverse autorità di settore, affermando che l'utilizzo della finanza comportamentale può risultare utile a capire meglio le dinamiche e le problematiche riguardo la profilatura della clientela attraverso il questionario MIFID.

### 2.3 LE SINGOLE SEZIONI DEL QUESTIONARIO

Come si è visto fino ad ora le sezioni previste dal questionario sono numerose e ogni singolo intermediario finanziario ha una buona autonomia decisionale al riguardo. Sebbene la MIFID e i provvedimenti di livello 2 si limitano a prevedere un approccio minimale, le diverse linee guida e i numerosi dibattiti accademici della letteratura economica e finanziaria hanno messo in luce come l'argomento non sia per nulla semplice. Molte questioni e criticità sono state sollevate per quanto riguarda la qualità degli strumenti utilizzati, la raccolta delle informazioni e la fase di profilatura della clientela, lasciando intendere che ci siano margini elevati di miglioramento. A tale proposito viene proposta la tabella 2.1 in cui vengono rapportate le indicazioni della MIFID e della letteratura <sup>5</sup>, riguardo le sezioni che compongono un questionario.

---

<sup>5</sup>Soprattutto quelle delle linee guida in tema di valutazione di adeguatezza proposte dall'ESMA.

Tabella 2.1: Indicazioni sul Questionario secondo la MIFID e la letteratura

MIFID		Letteratura	
Classi	Variabili	Classi	Variabili
Caratteristiche socio-demografiche	-Non previste	Caratteristiche socio-demografiche	-Stato civile -Stato famiglia e familiari a carico -Sesso -Eta'
Esperienze e conoscenze	-Professione -Istruzione -Natura, volume e frequenza delle operazioni finanziarie da parte del cliente -Servizi, operazioni e prodotti finanziari con il quale il cliente ha dimestichezza	Esperienze e conoscenze	-Professione -Istruzione -Esperienze precedenti in materia di investimenti ed esiti positivi o negativi -Conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari e di determinate terminologie come come trade-off, rischio rendimento, diversificazione del portafoglio,.. -Conoscenza dei prodotti finanziari -Overconfidence e ottimismo
Situazione finanziaria	-Informazioni sul reddito regolare -Impegni finanziari regolari -Informazioni su investimenti, attività e beni mobili	Situazione finanziaria	-Informazioni sul reddito regolare -Impegni finanziari regolari -Informazioni su investimenti, attività e beni mobili -Altri impegni finanziari, compresi quelli previsti e le aspettative di variazione delle spese regolari
Obiettivi d'investimento	-Tempo di conservazione desiderato dell'investimento -Finalità d'investimento -Preferenze e profilo di rischio	Obiettivi d'investimento	-Tempo di conservazione desiderato dell'investimento -Finalità dell'investimento -Preferenza verso il tempo -Esigenze di liquidità -Ammontare dell'investimento, meglio se in rapporto alla ricchezza o reddito
Tolleranza al rischio	-Non prevista, compresa negli obiettivi d'investimento	Tolleranza al rischio	-Atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo) -Capacità emotiva di assumere rischi (rischio soggettivo) -Avversione alle perdite

Come si può osservare dalla tabella, la letteratura, composta principalmente dalle indicazioni proposte dalle linee guida, ma anche da dibattiti accademici sulle scelte d'investimento, consiglia la creazione di un questionario molto più dettagliato. Vengono previste sezioni in più rispetto a quelle richieste dalle normative e nello specifico ne viene consigliata la creazione di altre due, riguardanti le caratteristiche socio-demografiche e la tolleranza al rischio. La prima riguarda non solamente informazioni tipiche di base riguardo il cliente (come il sesso e l'età), ma anche informazioni più dettagliate come quelle legate allo stato di famiglia e di future variazioni di quest'ultimo. La seconda sezione proposta riguarda la tolleranza al rischio comprendendo informazioni legate alla profilatura della clientela in materia di rischio d'investimento e prevedendo domande mirate ad esempio a capire l'atteggiamento o l'avversione al rischio del cliente. Si può osservare inoltre, come la letteratura oltre a prevedere due sezioni in più (caratteristiche socio-demografiche e tolleranza al rischio) specifica anche ulteriori approfondimenti riguardo le 3 sezioni classiche: Esperienza e conoscenza in materia di investimenti, Situazione finanziaria e Obiettivi d'investimento. In entrambi i casi comunque il questionario deve essere riproposto ogni 3 anni o eventualmente ogni qualvolta il profilo non risultasse più idoneo per il servizio/prodotto finanziario offerto o richiesto.

### **2.3.1 Esperienza e conoscenza in materia d'investimenti**

Sebbene molte realtà finanziarie prevedono una distinzione tra le due sezioni, la MIFID tende a trattarle in maniera univoca. La finalità di tale sezione è essenzialmente quella di valutare se il cliente ha le capacità e nozioni necessarie per comprendere i rischi, i vincoli ed i costi che un certo tipo di investimento richiede. Per questo le domande poste al cliente e relative alla conoscenza ed esperienza in materia d'investimenti possono includere i tipi di servizi e prodotti con cui ha dimestichezza, la natura, il volume e la frequenza delle ope-

razioni effettuate in passato, nonché il livello di istruzione e l'occupazione attuale o precedente. In pratica sono tutte domande volte a comprendere il grado di consapevolezza e coerenza del cliente stesso quando si parla di investimenti. Tale sezione è importante in quanto permette innanzitutto di adempiere agli obblighi di adeguatezza e appropriatezza, inoltre permette agli intermediari finanziari di aumentare l'acquisizione di nozioni e informazioni riguardanti la propria clientela. Uno studio condotto nel 2010 dal Consorzio Patti Chiari [14] mette in luce come l'investitore italiano medio abbia un livello di cultura finanziaria<sup>6</sup> medio-basso. Su una scala crescente da 0 a 10, dove 0 rappresenta una totale assenza di qualsiasi concetto o idea correlata al mondo della finanza, e 10 rappresenta una conoscenza finanziaria ottimale, l'investitore italiano si piazza ad un punteggio di 4,3 di financial literacy. Nello studio si è affermato che: "Gli italiani sanno poco e male di finanza ed economia...". Questo sono le conclusioni delle ricerche realizzate in questi anni sul livello di preparazione finanziaria degli italiani. Tali ricerche sembrano confermate dal fatto che, se si osserva nell'ambito del World Competitiveness Index [32], l'Italia si piazza solamente al 46-esimo posto per la diffusione di educazione finanziaria e 40-esimo per l'educazione manageriale. Inoltre risulta piuttosto arretrata non solo nella diffusione generale della cultura finanziaria, ma anche nel numero di laureati specializzati in tale ambito che, secondo i dati OCSE, rappresentano poco più del 10% sul totale dei laureati italiani.

Per questo a detta di molte studi e ricerche in merito al tipo di domande del questionario MIFID<sup>7</sup>, viene ribadito il fatto che sarebbe più proficuo andare a parare su domande che riguardano concetti base di finanza, quali ad esempio il principio di diversificazione del rischio e la relazione tra rischio e rendimento. Questo perché si è osservato che le domande volte a verificare il livello di conoscenza

---

<sup>6</sup>Financial literacy.

<sup>7</sup>In particolare si evidenziano quelli di Hilger e Horgart [19] [20] [17]

ed esperienza di prodotti e servizi finanziaria troppo specifici, possono dar luogo a risposte poco affidabili, soprattutto quando l'investitore possiede una scarsa conoscenza finanziaria. Si rischia di incappare in errori di tipo cognitivo<sup>8</sup>, soprattutto quando il cliente sopravvaluta il proprio livello di conoscenza finanziaria, oppure al contrario è restio ad ammettere le proprie lacune in materia d'investimento. Tutti questi aspetti sono amplificati grazie alla poca conoscenza in materia finanziaria o da aspetti comportamentali del soggetto come la troppa sicurezza in se stessi.

Da quello appena detto, nell'analisi che si andrà a fare sulla clientela della BCC della Federazione Trentina, ci si aspetterà un livello di conoscenza medio, il quale lascerà intuire, secondo la legislazione MIFID, che la maggior parte della clientela avrà investito in prodotti finanziari semplici e poco rischiosi.

Per quanto riguarda invece la sezione riguardante l'esperienza in materia di investimenti, si è osservato che domande mirate a conoscere la natura, il volume e la frequenza delle operazioni finanziarie da parte del cliente sono utili per capire il livello di esperienza di quest'ultimo. Un livello alto di esperienza lascerebbe intuire che ci sia da parte del cliente un'elevata conoscenza dei mercati e prodotti finanziari, per cui più l'esperienza aumenta e più il portafoglio d'investimento tenderà ad avere caratteristiche evolute. Anche su tale tema ci sono numerose critiche da parte della letteratura [24] in quanto, si è fatto notare che, sebbene conoscere i precedenti investimenti è utile per comprendere il livello di esperienza, sarebbe importante conoscere anche gli esiti di tali investimenti. Un'analisi incrociata dei dati potrebbe fornire molte più informazioni in merito alla clientela. Una maggiore esperienza ottenuta attraverso investimenti precedenti, abbinata a rendimenti positivi, lascerebbe indurre ad un maggiore ottimismo e più propensione ad assumere rischi da parte del cliente. Inoltre anche in questo caso aspetti cognitivi potrebbero sfasare i risultati delle risposte, rendendole poco affidabili o

---

<sup>8</sup>Bias cognitivi derivanti dall'utilizzo delle euristiche.



inutilizzabili.

### 2.3.2 Situazione finanziaria

La MIFID al riguardo prevede che per avere un quadro completo sulla situazione finanziaria del cliente siano previste domande mirate inerenti agli investimenti, alla fonte ed entità del reddito regolare che possiede e agli impegni finanziari in atto. Conoscere la situazione finanziaria del cliente, per la banca, risulta molto utile in quanto si presume che nella maggior parte dei casi, il reddito e la ricchezza incidono in maniera significativa sulla propensione al rischio e sulla capacità d'investimento del cliente. Diversi studi<sup>9</sup> hanno dimostrato una correlazione positiva tra la partecipazione ai mercati finanziari e il livello di ricchezza. Per questo proprio come mostrato nella tabella 2.1 in cui vengono rapportate le indicazioni della MIFID e della letteratura, si consiglia un ulteriore livello di specificità nella raccolta di tali informazioni. Potrebbe essere opportuno migliorare la precisione di rilevazione di tali grandezze, prevedendo ad esempio domande inerenti le previsioni e le aspettative di variazione delle spese o investimenti regolari, domande per capire com'è distribuita la ricchezza all'interno del nucleo familiare ed il grado di stabilità del reddito.

### 2.3.3 Obiettivi d'investimento

In un contesto di profilatura della clientela, tenere conto degli obiettivi finanziari dei clienti è certamente un punto fondamentale. Secondo la MIFID, le domande che riguardano le finalità d'investimento e le tempistiche per le quali il cliente desidera conservare il proprio investimento, sono indispensabili per fare comprendere alle istituzioni finanziarie le esigenze del cliente, le sue aspettative e capire se sono compatibili con le condizioni di mercato in essere. Su questo punto le linee guida suggeriscono un aumento della specificità delle informazioni

---

<sup>9</sup>[18] Haliassos M., Jansson T., Karabulut Y., ma anche da parte della CONSOB come i già citati [23] [34]

inserendo anche domande inerenti alle esigenze di liquidità e all'ammontare dell'investimento rapportandolo al reddito. Inoltre la normativa europea parla in maniera generale, e senza dare ulteriori informazioni al riguardo, anche di profili di rischio della clientela e di preferenze in materia di rischio. Inserendole nella sezione obiettivi d'investimento e aprendo tutta una serie di critiche e commenti della letteratura<sup>10</sup>, Non fornendo alcuna indicazione sulle modalità di misurazione, né dando specifica definizione di preferenza in materia di rischio e di profilo di rischio, la CONSOB [23] ha affermato che:

*" È ragionevole ritenere che con l'espressione "preferenze in materia di rischio" si faccia riferimento alla preferenza dell'individuo a investire in strumenti finanziari con date caratteristiche di rischio e rendimento (cosiddetto rischio oggettivo), mentre con l'espressione "profilo di rischio" si alluda alla capacità emotiva di assumere rischio (cosiddetto rischio soggettivo).*

Le linee guida su questo punto hanno voluto specificare che essendo tematiche sensibili devono essere trattate separatamente, inserendo un'ulteriore sezione e chiamandola Tolleranza al rischio.

### **2.3.4 Caratteristiche socio-demografiche**

Questa è una sezione non prevista in maniera diretta dalle direttive europee e dalla MIFID, anche se alcune informazioni socio-demografiche come ad esempio il livello di istruzione e la professione del cliente vengono richieste all'interno della sezione conoscenze ed esperienze in materia d'investimento. Ma com'è emerso dalla finanza comportamentale e dalle linee guida, informazioni inerenti all'età, al genere e più in generale alla composizione del nucleo familiare del cliente possono essere informazioni utili a prevedere le scelte d'investimento e la propensione al rischio.

---

<sup>10</sup>I più significativi sono i commenti e le critiche mosse dalle autorità italiane quali CONSOB e Banca d'Italia .

### 2.3.5 Tolleranza al rischio

Definita spesso come il livello di rischio finanziario che il soggetto è disposto a sostenere, è un concetto molto utile e centrale nel tema relativo alla profilatura e tutela della clientela. Capire da parte dell'intermediario finanziario la capacità emotiva del cliente di assumere i rischi finanziari e affrontare situazioni di incertezza è molto importante per effettuare una buona consulenza. Sebbene la MIFID non ne faccia specifico riferimento, in quanto tale concetto viene spalmato all'interno degli obiettivi d'investimento, per la CONSOB e la letteratura la tolleranza al rischio risulta essere un argomento molto importante. Capire l'atteggiamento verso il rischio, le capacità emotive di un soggetto nell'assumere rischi finanziari e l'avversione alle perdite sono concetti chiave che possono giocare un ruolo cruciale nel comprendere e determinare in maniera precisa e corretta la propensione ad investire in strumenti rischiosi. A tale riguardo la stessa CONSOB ha affermato:

*"La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori da parte degli intermediari è un tema cruciale sia per i regolatori sia per l'industria dei servizi di investimento... Identificare in maniera più accurata possibile l'attitudine al rischio del cliente, in modo da consigliare le scelte a lui più adeguate, consente infatti di costruire relazioni solide e di contenere possibili cali di fiducia che si acquiscono soprattutto nelle fasi congiunturali negative, quale quella attuale..."*

## 2.4 MARGINI DI MIGLIORAMENTO

Da studi effettuati sui questionari [23], [9], se ne ricava che nella maggior parte dei casi rispecchiano le indicazioni della MIFID, ma questo non basta... Molto pochi sono i questionari che entrano nel dettaglio affrontando e prevedendo domande suggerite dalla stessa autorità di vigilanza e dalla letteratura in tema di creazione di un questionario. La presenza di domande riguardanti la propensio-

ne al rischio, diversificazione del rischio, esiti e aspettative d'investimento e che raccolgano informazioni socio-demografiche sufficientemente dettagliate è molto scarsa. A tale riguardo per la CONSOB ci sono ancora numerosi margini di miglioramento in tema di questionari MIFID per la profilatura della clientela. Le migliorie devono riguardare soprattutto le sezioni dei singoli questionari, ma anche la struttura, il layouting ed il loro profilo linguistico-testuale. Mettendo in luce anche come le teorie classiche della finanza oramai non sono più sufficienti a garantire una corretta profilatura della clientela, in quanto come affermato precedentemente, la finanza comportamentale ha messo in luce come i comportamenti soggettivi e cognitivi degli individui possano influenzare le scelte d'investimento.

Detto questo ci si aspetterà dalla legislazione nazionale, ma anche europea un miglioramento in questo senso. Sebbene la direttiva 2014/65/UE, c.d. MIFID II promette di introdurre importanti modifiche nel mercato finanziario europeo, prevedendo anche tutta una serie di provvedimenti migliorativi per colmare le lacune strutturali dei questionari, il percorso è ancora lungo. Infatti il calendario delle procedure ha già subito uno slittamento di un anno, fissando il recepimento finale dei singoli stati entro il 3 gennaio 2017. Per questo a livello europeo bisognerà aspettare ancora qualche anno prima di ottenere dei risultati concreti in tale senso. Anche se, per come è stata prevista la normativa MIFID, niente vieta all'Italia di poter effettuare miglioramenti ed attuare delle procedure di perfezionamento in maniera indipendente dal quadro normativo europeo previsto. I recenti fatti che hanno visto i presunti taroccamenti dei questionari MIFID da parte di Banca Etruria con l'apertura, da parte della procura, di un fascicolo con ipotesi di truffa ai danni dei clienti, è un tipico esempio di come l'argomento questionari MIFID presenti ancora numerose lacune e carenze, ma al tempo stesso come il meccanismo possa funzionare e tutelare effettivamente in maniera efficace i consumatori ed investitori. Se si tratta di un risparmiatore che ha ben poca

conoscenza ed esperienza in tema di finanza, è assolutamente vietato vendergli strumenti ritenuti rischiosi come obbligazioni subordinate e o azioni. Ancora, se un piccolo risparmiatore ha un grado di consapevolezza finanziaria medio-basso ed ha investito in titoli di stato per tutta la vita, sarà difficile non ravvisare un intento fraudolento in chi gli ha proposto e venduto dei bond subordinati, anche se questa operazione risulta compatibile con le risposte date dal cliente nel questionario MIFID.

Solamente un punto sembra trovare tutti gli studi ed accorgimenti delle varie autorità nazionali ed europee, delle linee guida e dei vari dibattiti accademici fino ad ora consultati, tutti d'accordo. Il fatto che l'utilizzo sempre maggiore della finanza comportamentale a discapito della teoria classica della finanza possa dare un contributo molto più significativo al tema della profilatura della clientela. Questo perché sempre di più ci si è accorti che i fattori che incidono sulle scelte d'investimento dei singoli investitori non sono di facile lettura e comprensione. Molto spesso i comportamenti di un individuo in situazioni di incertezza possono risultare incoerenti ed irrazionali, per questo la teoria finanziaria classica si trova in netta difficoltà sul tema della profilatura della clientela. Nello specifico, come si è già visto nelle sezioni precedenti 2.3.1, 2.3.2, 2.3.3 inerenti le voci del questionario MIFID, ma anche per concetti chiave in tema di profilatura come la tolleranza e la preferenza per il rischio, si è osservato che risulta molto più conveniente affidarsi congiuntamente sia a nozioni di finanza comportamentale che di finanza classica.

In sostanza si ha che un individuo che prende decisioni in ambito di investimento, basa le proprie preferenze sulla previsione più o meno dettagliata di un evento futuro ed aleatorio. Attualmente il modo in cui tale individuo effettua tali decisioni può essere analizzato secondo due teorie ben precise. La teoria della finanza classica e quella della finanza comportamentale.

## 2.5 LA TEORIA FINANZIARIA CLASSICA

La teoria finanziaria classica è stata per molto tempo il modello principale di analisi dei fenomeni finanziari e si è fondata principalmente sull'ipotesi di razionalità degli individui [26]. In tale teoria si prevede che tutti i soggetti si comportino in maniera razionale, cioè che scelgano in maniera tale da massimizzare il proprio benessere dati tutti i vincoli di mercato. Quando gli individui si trovano in una situazione di incertezza, quale può essere quella d'investimento, basano le proprie preferenze attraverso il modello di rappresentazione previsto dalla teoria dell'utilità attesa. Tale teoria si basa sull'ipotesi che l'utilità di un soggetto, che opera in condizioni di incertezza, possa essere definita come una media ponderata delle utilità di ogni stato possibile, utilizzando come pesi le probabilità del verificarsi dei singoli stati stimante dal soggetto. In una situazione d'incertezza, permette di calcolare l'utilità attesa<sup>11</sup> di un'azione ( $X$ ) basandosi principalmente su alcuni assunti fondamentali che posso essere riassunti come segue:

- Tutte le informazioni, notizie e dati sono disponibili, acquisiti ed elaborati correttamente da un soggetto secondo le regole della probabilità;
- La funzione di ponderazione è una funzione lineare;
- A ciascuna azione ( $X$ ), corrispondono più conseguenze ( $x_i$ );
- $p(x_i)$  rappresenta la probabilità attribuita a ciascuna conseguenza  $x_i$  di verificarsi;
- $U(x_i)$  rappresenta l'utilità assegnata ad ogni conseguenza;
- L'utilità attesa di un'azione è data dalla media ponderata delle conseguenze che discendono da quell'azione con un peso pari alla probabilità che hanno di verificarsi:

$$E[U(X)] = \sum_{i=1}^n U(x_i)p(x_i) \quad (2.1)$$

<sup>11</sup>Con il termine "utilità" si intende quella misura di felicità o soddisfazione individuale nell'effettuare un'azione o acquistare un bene.

La teoria finanziaria classica [28] ipotizza l'esistenza di soggetti perfettamente razionali e con un potenziale informativo illimitato attraverso il quale, in condizioni di incertezza, si riesce a prendere decisioni massimizzando la propria utilità attesa. Gli individui in pratica prendono le loro decisioni secondo una chiave di lettura perfettamente razionale e comprensibile. Tutte le informazioni vengono acquisite ed elaborate secondo la teoria della razionalità (razionalità delle percezioni, razionalità delle probabilità e razionalità del processo). Il fatto che tutte le informazioni siano ritenute stabili, coerenti e preesistenti, presuppone uno scenario in cui il mercato sia efficiente e le informazioni che ci si scambia siano perfettamente trasparenti. In tale scenario, il processo cognitivo consisterebbe nella massimizzazione delle preferenze dati i vincoli di mercato.

Detto questo si ha che i principi cardini su cui si basa la teoria finanziari classica si possono riassumere in:

1. **Razionalità delle percezioni:** Tutte le informazioni, notizie e dati sono disponibili, acquisiti ed elaborati correttamente da un soggetto secondo le regole della probabilità;
2. **Razionalità delle preferenze:** Le preferenze di un soggetto sono tutte sono tutte preesistenti, stabili e coerenti;
3. **Razionalità del processo:** Un soggetto si comporterà in modo tale da massimizzare il proprio benessere dati tutti i vincoli di mercato;
4. In una situazioni di incertezza, i soggetti basano le proprie preferenze attraverso il modello postulato dalla **teoria dell'utilità attesa**;
5. Necessario uno scenario in cui ci sia **efficienza del mercato** unita alla massima **trasparenza informativa**.

In tale contesto classico [23] si ha che la nozione di rischio viene intesa come un concetto oggettivo, calcolabile attraverso metodi quantitativi e scientifici, e riassumibile attraverso un solo parametro ben preciso (la varianza, il beta del

CAPM<sup>12</sup>, il VaR<sup>13</sup> ...). L'avversione/propensione al rischio di un individuo è riassumibile attraverso una serie di comportamenti razionali, osservabili e nella maggior parte delle volte prevedibili con un certo livello di significatività.

Ovviamente tali circostanze trovano difficilmente riscontro nella realtà. Innanzitutto tali assunti richiederebbero la presenza di un mercato perfettamente efficiente e trasparente, ma la ricerca empirica ha tuttavia smentito l'ipotesi di mercati efficienti [26], [33].

La maggior parte dei soggetti commette errori cognitivi ed emozionali che compromettono il comportamento razionale previsto dalla teoria classica. Inoltre si è osservato che caratteristiche soggettive come la propensione al rischio, la situazione finanziaria e familiare di un soggetto, ma più in generale la ricchezza di un individuo, sono tutti aspetti che influiscono sulle preferenze e sul processo decisionale di una persona.

In sostanza studi la finanza comportamentale hanno messo in luce come la nozione di rischio, abbia più a che fare con atteggiamenti psicologici e soggettivi rispetto a semplici comportamenti osservabili empiricamente<sup>14</sup>. Per questo diviene fondamentale (come accennato nelle sezioni 2.3.2, 2.3.3 e 2.3.5), inserire domande mirate a cogliere l'attitudine al rischio del cliente, gli obiettivi d'investimento nel tempo e la propria situazione finanziaria, così da avere un quadro completo sulla "vera propensione al rischio del cliente", intesa come una definizione che comprenda entrambe le concezioni di rischio, quella classica che prevede un rischio oggettivo e quella comportamentale che prevede una nozione di rischio soggettivo.

---

<sup>12</sup>Capital asset pricing model, dove si stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta.

<sup>13</sup>Value at risk, dove attraverso tale misura viene indicata la perdita potenziale di un investimento in un certo orizzonte temporale.

<sup>14</sup>In questo caso si parla più di tolleranza o atteggiamento verso il rischio



## 2.6 LA FINANZA COMPORTAMENTALE

Dopo aver analizzato brevemente la definizione di rischio prevista dalla teoria classica, per comprendere meglio la nozione unificata di rischio, è necessario analizzare alcune delle teorie previste dalla finanza comportamentale, per meglio comprendere come essa possa aiutare in tema di profilatura della clientela.

La finanza comportamentale studia le decisioni di investimento degli individui dal punto di vista psicologico e cognitivo [30]. I soggetti, a differenza di come espresso nella teoria classica, non sono in grado di acquisire ed elaborare correttamente tutte le informazioni disponibili, anzi in occasioni di incertezza, sembrano propensi ad applicare regole approssimative, per trattare e compiere scelte molte volte risultanti incoerenti ed irrazionali [28].

Bisogna considerare che gli individui in situazioni di incertezza, si affidano a delle regole empiriche, dette euristiche. Tali regole anche se sono molto utili all'essere umano nell'attuare soluzioni ai problemi quotidiani, in ambito finanziario si è osservato che possono dare luce ad errori di tipo cognitivo, i c.d. bias<sup>15</sup>. La presenza stessa di errori di tipo cognitivo entra in diretto contrasto con l'ipotesi della razionalità delle percezioni previste dalla teoria classica finanziaria. Per questo motivo, l'ipotesi che i soggetti in situazioni di incertezze siano in grado di acquisire, assimilare ed elaborare tutte le informazioni disponibili in maniera corretta, viene smentita dalla predisposizione degli stessi all'utilizzo, a volte in maniera inconsapevole, di regole mentali empiriche e approssimative quali le euristiche [24].

---

<sup>15</sup>Termine anglosassone che in italiano può essere tradotto un po' impropriamente con il termine "pregiudizio"

### 2.6.1 Euristiche in ambito di acquisizione ed elaborazione delle informazioni

Negli anni attraverso la psicologia cognitiva sono state rilevate numerose euristiche, quelle che interessano tale elaborato sono soprattutto quelle inerenti all'ambito dell'acquisizione ed elaborazione delle informazioni utilizzate dagli investitori per compiere scelte d'investimento, così da comprendere come si può effettuare una buona profilatura della clientela considerando anche non solo tematiche empiriche<sup>16</sup>, ma anche soggettive e comportamentali.

Essenzialmente le euristiche di interesse sono tre [4], [24]:

- Euristica della disponibilità;
- Euristica della rappresentatività;
- Euristica dell'ancoraggio.

La prima euristica, quella della disponibilità, viene utilizzata dagli individui principalmente per la raccolta delle informazioni, mentre le altre due euristiche, quella della rappresentatività e dell'ancoraggio, sono utilizzate principalmente per l'elaborazione delle informazioni.

Nel dettaglio si ha:

1. **Euristica della disponibilità:** importante principio che influisce sul processo decisionale degli individui. Secondo tale euristica, un individuo effettua stime di scelte decisionali sulla base del recupero della memoria. Le informazioni maggiormente utilizzate sono quelle di più veloce accesso o comprensione. Tuttavia la familiarità degli eventi e delle informazioni falsa la rappresentazione della frequenza di un determinato evento, il quale viene guidata dalla notorietà e dalla facilità con cui si possono costruire scenari. I bias a cui si va incontro attraverso questa euristica sono principalmente:

- La costruzione di stereotipi e pregiudizi mentali;

---

<sup>16</sup>Soprattutto quelle accennate precedentemente nella teoria classica della finanza.

- Creazione di correlazioni inesistenti tra due eventi data da una concezione della probabilità basata sui ricordi disponibili;
- Dare importanza ad eventi più facili da ricordare o che vengono alla luce più velocemente;

Un individuo secondo tale euristica tende a sottopesare le informazioni di base, dando invece un'eccessiva valutazione a quelle più recenti o maggiormente disponibili. Un esempio di tali concetti sono dati dal fatto che il singolo investitore tende a concentrare la propria fiducia su titoli azionari che hanno maggiore copertura da parte dei media, oppure che hanno sperimentato elevati volumi di negoziazione o significative variazioni di prezzo.

2. **Euristica della rappresentatività:** fa sì che i giudizi di probabilità siano formulati sulla base di stereotipi e situazioni familiari. Nel fare questo tipo di valutazioni le persone finiscono per considerare in maniera inappropriata la numerosità del campione oppure le regole della probabilità. I soggetti per cui sono propensi a commettere errori di valutazione. Il fatto di inferire le probabilità sulla base della "somiglianza" può portare a sovrastimare la probabilità di due eventi congiunti e a sottostimare la probabilità di due eventi disgiunti. L'overconfidence è tra questi. L'investitore tende a sovrastimare le proprie capacità previsionali o personali, assumendo il più delle volte un atteggiamento troppo ottimista, andando a suo discapito. I bias a cui si va incontro attraverso questa euristica sono principalmente:

- L'overconfidence;
- Gambler fallacy: tendenza ad ignorare le dimensioni del campione e ad utilizzare le proprietà statistiche anche per campioni non rappresentativi,

- **Conjunction fallacy:** sovrastimare la probabilità di due eventi congiunti e a sottostimare la probabilità di due eventi disgiunti;

Un esempio di tali concetti sono dati dal fatto che un investitore può effettuare previsioni sull'andamento delle azioni tendendo ad essere ottimista / pessimista per le azioni che hanno sovraperformato / sottoperformato l'indice di mercato per un certo periodo di tempo. Oppure assumono la presunzione di poter battere il mercato in maniera dozzinale e con poche informazioni al riguardo.

3. **Euristica dell'ancoraggio:** fa sì che i soggetti si fissino a determinati punti di riferimento che hanno in mente e da essi non si discostino, nonostante i mutamenti degli scenari economici e finanziari, formulando giudizi molte volte basate su informazioni inaffidabili e inadeguate. I bias a cui si va incontro attraverso questa euristica sono principalmente:

- Overconfidence;
- Conjunction fallacy;
- Conservatorismo.

Un esempio tipico di tale euristica è quando gli investitori tendono a formulare previsioni circa l'andamento futuro di un determinato titolo finanziario, assumendo il prezzo di acquisto come punto di partenza di valutazione.

Un altro aspetto rilevante che bisogna tenere in considerazione in tema di profilatura della clientela, e che va in diretto contrasto con i principi su cui si basa la teoria finanziaria classica, è che nessun soggetto è in grado di massimizzare il proprio benessere dati tutti i vincoli di mercato.

Nella realtà di tutti i giorni, le preferenze di un soggetto non sono già tutte definite, precise e preesistenti, ma dipendono da molti fattori ed atteggiamenti sog-

gettivi riassumibili in tre effetti<sup>17</sup>: effetto certezza, effetto riflesso ed effetto inquadramento.

## 2.6.2 Effetto certezza, effetto riflesso ed effetto inquadramento

1. **Effetto certezza:** è quel fenomeno che porta gli individui ad attribuire un peso eccessivo agli eventi certi. Questo perché un evento, psicologicamente parlando, ha un effetto maggiore se considerato certo rispetto ad uno considerato solamente probabile. Tale effetto fu notato inizialmente dal matematico francese e premio Nobel per l'economia, Maurice Allais (1953), il quale notò che molte volte gli individui, posti di fronte a delle scelte, si comportavano in modo incoerente, violando la teoria dell'utilità attesa. Successivamente due psicologi Amos Tversky e Daniel Kahneman, dimostrarono che tale incoerenza era spiegabile attraverso un fenomeno che loro chiamarono "effetto certezza". Essi per spiegare tale effetto proposero diversi esempi tra cui:

Presero un campione di individui a cui sottoposero due problemi. Gli si chiese di scegliere un'alternativa per ogni problema:

- **Problema 1:** scegliere una delle due opzioni:

A : Una vincita sicura di 40;

B : 80% di probabilità di vincere 55.

- **Problema 2:** scegliere una delle due opzioni:

C : 25% di probabilità di vincere 30 ;

D : 20% di probabilità di vincere 45 .

---

<sup>17</sup>Tali effetti sono stati previsti dalla teoria del prospetto. Si faranno riferimenti alle teorie di Kahneman D., Tversky A.[22] Kahneman D., Tversky A.,*Prospect theory:an analysis of decision under risk*, Econometrica, 1979)

Da tale analisi i due psicologi osservarono che le scelte da parte dei soggetti avveniva in maniera incoerente. L'80% del campione sceglieva nel problema 1 l'opzione A, optando per l'alternativa certa anche se il valore atteso era più basso. Il 65% del campione sceglieva nel problema 2 l'opzione D, optando per il valore atteso più alto anche se con probabilità di vincita minore, essendo presente l'effetto incertezza.

Dall'esperimento effettuato dai due psicologi emerge che gli individui nel momento della scelta, non utilizzano una funzione di probabilità lineare<sup>18</sup>, ma tendono ad assegnare un peso maggiore agli eventi certi. Probabilmente il peso che ogni individuo attribuisce alla probabilità dell'80% in rapporto alla certezza del 100% è psicologicamente inferiore del peso attribuito ad una probabilità del 20% in rapporto ad una probabilità del 25%. Gli individui conferiscono un valore scorretto alla certezza tale per cui all'ipotesi di riduzione della probabilità di un esito, produce un impatto psicologico maggiore se l'esito è inizialmente certo rispetto al caso in cui, invece, l'esito è inizialmente solo probabile. In altri termini, il passaggio da una probabilità del 100% a una del 90% è più significativo del passaggio dal 50% al 40%.

Uno degli errori che i soggetti commettono maggiormente è dato dal fatto che la preferenza per la certezza induce a ritenere certi, eventi che sono solo probabili e a sottovalutare, o addirittura ad ignorare, gli eventi molto poco probabili, perché ritenuti impossibili. Questo dimostra che i soggetti non utilizzano, come affermato nella teoria dell'utilità attesa un metodo di ponderazione delle probabilità lineare, ma assegnano in maniera soggettiva

---

<sup>18</sup>Nella teoria dell'utilità attesa, vengono utilizzati come pesi le probabilità stimate di verifica dei singoli eventi. Tali pesi sono attribuiti dagli individui e rispecchiano una funzione lineare. Nel senso che un individuo che sta valutando la probabilità del verificarsi di un evento, a seguito di una nuova informazione, saprà che tale probabilità aumenterà del 15%. Nella teoria dell'utilità attesa si ha che un aumento ad esempio del 15% deve avere le stesse conseguenze a prescindere dal livello di probabilità di partenza.

dei pesi alle probabilità, per cui l'effetto certezza inserisce una componente distorsiva nel processo di ponderazione.

2. **Effetto riflesso:** è quel fenomeno che spiega le preferenze di scelta degli individui quando i problemi vengono presentati in forma di perdite. Le persone attribuiscono valori ai guadagni e alle perdite, piuttosto che alla ricchezza in sé. In presenza di premi negativi gli individui tendono ad effettuare un "effetto riflesso" cioè a rovesciare l'ordine delle preferenze. L'inversione delle preferenze implica che se il soggetto è avverso al rischio per premi positivi esso sarà ora propenso al rischio per premi negativi. Su tale tema i due psicologi Amos Tversky e Daniel Kahneman individuarono che l'effetto certezza viene meno per problemi i cui risultati delle possibili alternative sono tutti negativi. In pratica, ad una perdita certa i soggetti preferiscono una perdita probabile, anche se di valore atteso superiore. Nell'esempio dei due problemi, se nel problema 1 invece delle vincite ci sono le perdite, si osserva che ad una perdita sicura di 40, rispetto ad una probabilità di 80% di perdere 55, i soggetti nel 90% dei casi preferiscono l'alternativa probabile a quella certa, nonostante abbia valore atteso maggiore<sup>19</sup>.

Anche in questo caso la teoria classica della finanza entra in diretto contrasto con l'evidenza empirica e con gli studi effettuati in ambito di finanza comportamentale. Questo perché all'ipotesi classica, nel quale si presupponeva che i guadagni e le perdite fossero considerati nella stessa maniera, si osservò che un "effetto riflesso" dei risultati in presenza di premi negativi inverte in maniera simmetrica i meccanismi di scelta. Per cui si passa dall'avversione alla propensione al rischio. L'atteggiamento verso il rischio non è costante ma varia a seconda dei risultati attesi (risultati positivi por-

---

<sup>19</sup>Nel primo caso il valore atteso è  $E(A) = 1 * (-40) = -40$  mentre nel secondo caso è  $E(B) = 0,80 * (-55) = -45$

tano gli individui ad essere avversi al rischio, risultati negativi portano ad una certa propensione al rischio) .

3. **Effetto inquadramento**<sup>20</sup>: è quel fenomeno che porta gli individui all'adozione di un solo punto di vista, ossia ad una rappresentazione semplicistica e "selezionata" delle alternative rispetto alle quali sono chiamati a prendere una decisione. Tale effetto fu spiegato da Daniel Kahneman e Amos Tversky attraverso un celebre esempio che prese il nome di "Problema della malattia asiatica" in cui due diverse formulazioni dello stesso problema conducono generalmente a due diverse decisioni da parte della maggioranza degli individui.

Dopo aver selezionato due gruppi di candidati, Tversky e Kahneman hanno posto il seguente problema chiedendo ai partecipanti cosa avrebbero fatto se la scelta fosse dipesa da loro. Negli Stati Uniti sta per giungere una nuova malattia proveniente dall'Asia, sono a rischio le vite di 600 persone;

1 Al primo gruppo è stato proposto quanto segue:

- **Problema 1:** 200 persone si salvano;
- **Problema 2:** 1/3 di probabilità che si salvino tutti, 2/3 di probabilità che non si salvi nessuno.

2 Al secondo gruppo di candidati venne presentato lo stesso problema ma utilizzano termini lessicali differenti:

- **Problema 3:** 400 persone muoiono;
- **Problema 4:** 1/3 di probabilità che non muoia nessuno, 2/3 di probabilità che tutti muoiano.

Nel primo gruppo è stato scelto il problema 1 nel 72% dei casi e il problema 2 nel restante 28%. Nel secondo gruppo la scelta è caduta sul problema

---

<sup>20</sup>Conosciuto anche come effetto framing



4 nel 78%, mentre nel problema 3 solo nel 22% dei casi. Questo perché le preferenze e le scelte variano a seconda di come è posto un problema e in base a come un soggetto lo inquadra. Il linguaggio utilizzato, il contesto di riferimento, la presenza di errori di ragionamento e di informazioni incomplete o non veritiere, possono indurre un individuo ad effettuare scelte errate, portandolo a trattare in maniera diverse situazioni equivalenti. In sostanza l'effetto inquadramento è un altro fenomeno che va in contrasto con la teoria finanziaria classica e che nel dettaglio smentisce la razionalità delle preferenze e la razionalità del processo. In pratica l'effetto framing fa sì che i soggetti, posti di fronte a problemi identici, decidano in modo diverso a seconda dell'inquadramento adottato.

## 2.7 ALTRI ASPETTI DA CONSIDERARE

La presenza delle euristiche, dei bias e dei tre tipi di effetto hanno dimostrato che la teoria finanziaria classica da sola non riesce a spiegare in maniera coerente le scelte degli investitori in situazioni di incertezza. La finanza comportamentale inoltre ha aiutato a comprendere come fattori soggettivi (a volte anche inconsapevoli) possano influenzare le scelte e le preferenze d'investimento di un individuo. L'atteggiamento verso il rischio che si esprime, la ricchezza personale e familiare finale e l'avversione alle perdite<sup>21</sup> sono tutti fenomeni che influiscono sulle preferenze e scelte d'investimento di un soggetto.

Fondamentale per cui è che in fase di profilatura della clientela gli intermediari finanziari cerchino di considerare e studiare tutti questi fattori, creando un meccanismo di profilatura attraverso il questionario MIFID che comprenda sia concetti inerenti alla finanza classica che a quella comportamentale.

Detto questo una buona profilatura della clientela per questo deve comprendere:

---

<sup>21</sup>Fenomeno per il quale la reazione a una perdita è sempre più forte della reazione a un guadagno di pari importo.

1. Un indicatore relativo alla conoscenza in materia d'investimento;
2. Un indicatore relativo all'esperienza in materia d'investimento;
3. Uno o più indicatori che riassumano in termini più accurati possibili i concetti di rischio, scelte d'investimento, obiettivi d'investimento e situazione finanziaria del cliente.

Da questi aspetti analizzati si può capire che, una buona conoscenza della clientela può tornare utile non solamente per una questione di mero adempimento legislativo riguardo la trasparenza e la tutela della clientela, ma può essere utile anche per un aspetto più pratico, commerciale e di marketing. Un intermediario finanziario che conosce nel dettaglio il suo bacino d'utenza può "piazzare" in maniera più semplice, veloce e veritiera i propri prodotti finanziari, creando non solamente un ambiente di lavoro sano, ma anche un rapporto tra cliente e consulente basato sulla fiducia reciproca e sulle reali necessità della clientela. Inoltre un questionario ben organizzato e strutturato può aiutare molto anche le istituzioni nazionali ad acquisire un set informativo utile a molti scopi. Come ad esempio capire e monitorare negli anni il grado di istruzione ed esperienza in ambito finanziario della propria popolazione, i prodotti e servizi finanziari preferiti ed utilizzati dagli investitori, monitorare i servizi di consulenza, ma al tempo stesso anche gli intermediari finanziari. Ovviamente il tutto nel rispetto della privacy e della tutela della clientela.

## 2.8 LA PROFILATURA SECONDO LA BCC

La BCC che ha fornito i dati, affidandosi alle linee guida inerenti alla Federazione Trentina della cooperazione, ha creato essenzialmente tre indicatori "MIFID". Tali indicatori sono:

1. Conoscenza: racchiude domande inerenti la conoscenza in materia di investimenti;

2. Esperienza: racchiude domande inerenti l'esperienza in materia di investimenti;
3. Propensione al rischio: racchiude domande inerenti gli obiettivi d'investimento e la situazione finanziaria.

Gli indicatori sono essenzialmente stati creati attraverso l'analisi delle risposte ai questionari.

Da quello fino a qui detto ci si aspetterà che a seconda del livello di esperienza, conoscenza e propensione al rischio della clientela, gli investimenti nei titoli che rappresentano il portafoglio di investimento cambino. Più in generale ci si attenderà che i prodotti finanziari considerati più rischiosi saranno appartenenti a quella fascia di clientela che possiede conoscenza, esperienza e propensione al rischio più elevate. Inoltre considerando tutti gli aspetti inerenti la profilatura della clientela affrontati e le problematiche mosse dalla finanza comportamentale, ci si attenderà una non facile lettura dei dati in quanto potrebbero essere "inquinati" da tutti quelli aspetti soggettivi e comportamentali degli individui. Per questo sarà utile ed interessante andare a valutare quanto i dati raccolti dal questionario MIFID possano essere affidabili e veritieri.

## CAPITOLO 3

---

### IL DATASET, LE VARIABILI ED IL NUMERO DI OSSERVAZIONI

---

#### 3.1 PREMESSA

Il lavoro che si andrà a svolgere in tale elaborato è essenzialmente quello di verificare se la profilatura della clientela di una BCC veneta, che si avvale del questionario della Federazione Trentina, è correlata al relativo portafoglio d'investimento. Per fare questo si è ritenuto doveroso effettuare una premessa per quanto riguarda il quadro normativo di riferimento, attraverso il Capitolo 1, ed il questionario MIFID con le relative problematiche e questioni ancora irrisolte riguardanti la profilatura della clientela, attraverso il Capitolo 2.

Tale capitolo invece è dedicato ad esporre e spiegare i dati utilizzati per effettuare l'analisi. Verrà fatta una panoramica sulle operazioni preliminari utili per selezionare le unità statistiche d'interesse a partire dalle originali fornite dalla banca di credito cooperativo, sulle variabili impiegate e sulla descrizione delle informazioni da esse contenute. Tutto questo in quanto la parte di "*data analyst*" ha giocato un ruolo essenziale sia in termini di tempo che di risorse impiegate, ed è per questo considerata una sezione importante del lavoro svolto.

L'elaborazione dei dati è stata possibile grazie ad un utilizzo congiunto di diversi software informatici quali R, Gretl e Microsoft office excel.

## 3.2 I DATI FORNITI DALLA BCC

I dati si riferiscono a singoli rapporti e coprono un arco temporale di quattro anni con frequenza di rilevazione semestrale<sup>1</sup>, per un totale di 8 dataset distinti, strutturati in maniera uguale, ma riferite a periodi temporali differenti.

Nel lavoro di unificazione dei dataset sono state eseguite delle operazioni di "filtraggio" per selezionare le unità statistiche secondo le esigenze del caso. I filtri applicati possono essere così riassunti:

- Sono stati eliminati gli individui con un portafoglio di mercato inferiore a 1.000,00 €;
- Sono stati eliminati gli individui che non hanno completato il questionario o di cui non si hanno informazioni complete;
- Si è verificato che ogni individuo fosse l'unico intestatario di un determinato portafoglio, conto corrente e relativo questionario, eliminando i casi in cui comparivano cointestatari e mantenendone solamente uno;

Facendo questo si è creato un dataset contenente le informazioni composto da 64516 osservazioni e 54 variabili. L'elenco delle variabili presenti nel dataset, si può trovare nell'appendice B alla Tabella B.1. Da tale dataset successivamente si è applicato un ulteriore filtro, mantenendo solamente gli individui che comparivano congiuntamente in tutti e 8 i periodi di riferimento. In tale maniera il dataset ha subito un ulteriore riduzione arrivando a un totale osservazioni di 1796 per 54 variabili.

---

<sup>1</sup>I dati sono stati resi disponibili in maniera anonima e con nessun riferimento ad informazioni personali che possano ledere la privacy della clientela.

### 3.2.1 Diversi tipi di questionari

La variabile "Questionario" specifica i diversi tipi di questionari presenti nel database della BCC. Nella tabella 3.1 si possono osservare le distribuzioni di frequenza relativa di ogni singolo questionario:

Tabella 3.1: Frequenze percentuali tipi questionari

Nome questionario	% soggetti
MI_FC_N	0,21
MI_FT_N	99,79

La sigla MI\_FC\_N sta ad indicare i questionari creati attraverso le indicazioni delle linee guida elaborate dall'associazione di categoria Federcasse. Mentre la sigla MI\_FT\_N sta ad indicare i questionari creati dalle linee guida della Federazione Trentina. Data la bassa frequenza dei questionari di tipo MI\_FC\_N si è ritenuto opportuno eliminare i soggetti che avevano compilato tale tipo di questionario. Questo perché la numerosità campionaria dei soggetti che hanno compilato il questionario di tipo FC non era sufficientemente numerosa da garantire delle buone analisi. In tale maniera si è arrivati ad avere solamente un questionario MIFID di riferimento il quale può essere consultabile nell'appendice A dal titolo "Questionario MI\_FT\_N".

### 3.2.2 I periodi di riferimento

Come affermato precedentemente le estrazioni semestrali della BCC sono state in totale 8, in un arco temporale di riferimento di 4 anni e così suddivisi:

Tabella 3.2: Periodi temporali di riferimento

Periodo	Intervallo data	ID anno
I	01/01/2011 - 30/06/2011	11
II	01/07/2011 - 31/12/2011	11
III	01/01/2012 - 30/06/2012	12
IV	01/07/2012 - 31/12/2012	12
V	01/01/2013 - 30/06/2013	13
VI	01/07/2013 - 31/12/2013	13
VII	01/01/2014 - 30/06/2014	14
VIII	01/07/2014 - 31/12/2014	14

All'interno di questi periodi la banca ha somministrato i questionari ai propri clienti ottenendo così la loro profilatura. Visto che la MIFID prevede che il questionario dev'essere riproposto ogni 3 anni o eventualmente ogni qualvolta il profilo non risultasse più coerente per il servizio/prodotto finanziario offerto o richiesto, ci si aspetterà che i clienti nell'arco di questi 4 anni abbiano compilato almeno 2 questionari. In pratica se la normativa è rispettata nessun cliente deve risultare con un solo questionario compilato, ma almeno con 2. A tale riguardo la tabella 3.3 mostra le frequenze del numero di questionari compilati dai soggetti.

Tabella 3.3: Frequenze del numero di questionari compilati

N.questionari	% soggetti
2	59,58
3	32,38
4	7,59
5	0,45

Proprio come ci si aspettava nessun soggetto ha compilato solamente una volta il questionario, questo sta ad indicare che la normativa MIFID è stata rispettata. Inoltre come si può notare in termini percentuali i soggetti che hanno compilato, nell'arco degli 8 periodi, il questionario rispettivamente 4 e 5 volte sono molto pochi. Il 59,58% ha compilato il questionario 2 volte nell'arco del periodo di riferimento, ed è proprio su tali soggetti che si svolgeranno le analisi della profilatura rispetto al portafoglio d'investimento. In tale maniera, eliminando prima i soggetti con i questionari di tipo MI\_FC\_N e, mantenendo solamente quelli che hanno compilato il questionario 2 volte nell'arco degli 8 periodi, si sono aggiunti ulteriori due filtri. In sintesi il dataset definitivo conterà 1334 rapporti che si osservano per 2 periodi, per un totale di 2668 osservazioni.

### 3.2.3 Il portafoglio d'investimento

Il portafoglio dei clienti della banca di credito cooperativo risulta composto da queste classi di titoli finanziari:

1. Obbligazioni della banca;
2. Obbligazioni di altri emittenti;
3. Titoli di Stato;
4. Azioni;
5. Fondi e Sicav;
6. Polizze assicurative;
7. Derivati;
8. Pronti conto termine;
9. Certificati di deposito;
10. Altri titoli;

Come si è spiegato precedentemente l'analisi riguarderà i clienti che hanno compilato il questionario due volte nell'arco degli 8 periodi semestrali a cui si riferiscono i dati. Per una maggiore comprensione del portafoglio su cui si andrà a fare l'analisi, nella tabella 3.4 si può osservare la composizione del portafoglio d'investimento in relazione al primo ed al secondo questionario compilato dagli investitori. In tale tabella vengono illustrati gli importi espressi in euro degli investimenti nelle diverse classi di titoli finanziari che compongono il portafoglio d'investimento. Inoltre vengono anche illustrate le percentuali (%) di composizione di ogni titolo rispetto al portafoglio complessivo.



Tabella 3.4: Portafoglio d'investimento nei 2 diversi questionari.

Titoli	Questionario 1		Questionario 2	
	Importo in €	Peso in %	Importo in €	Peso in %
Obb. banca	72.421.647,64	56,13	67.633.785,09	60,45
Altre obb.	8.163.150,52	6,33	5.580.813,01	4,99
Tit. di Stato	5.483.735,79	4,25	5.070.393,63	4,53
Azioni	27.830.962,56	21,55	6.197.110,13	5,54
Fondi e Sicav	7.499.536,66	5,81	19.365.140,81	17,31
Polizze ass.	4.853.196,56	3,76	7.248.829,50	6,48
Derivati	0,00	0,00	0,00	0,00
Pronti c. Ter	2.725.266,46	2,11	325.216,00	0,29
Cert. Deposito	73.073,23	0,06	462.377,65	0,41
Altri titoli	3.389,99	0,00	1.726,80	0,00
<b>Totale</b>	<b>129.053.959,00</b>	<b>100,00</b>	<b>111.885.393,00</b>	<b>100,00</b>

Come si può notare la classe di titoli che presenta una maggiore percentuale d'investimento è rappresentato dalle obbligazioni della banca, le quali nel primo caso costituiscono il 56,13 %, mentre nel secondo raggiungono il 60,45%. Questo sta ad indicare che nonostante l'ammontare degli investimenti in obbligazioni della banca sia in diminuzione, passando da oltre 72 milioni a oltre 67 milioni, questo tipo di investimento a livello aggregato rappresenta, in entrambi i casi, più della metà del patrimonio finanziario dei clienti. Questo fatto può trovare una possibile spiegazione in quanto essendo una banca di credito cooperativo, per sua natura molto territoriale e locale, induce ad una forte influenza in termini di familiarità e fiducia nei clienti, inducendoli a collocarvi buona parte dei loro risparmi. Inoltre peculiarità da evidenziare è il livello di investimento delle azioni che in termini percentuali si riduce di molto nel passaggio dal primo al secondo questionario. Questo probabilmente è dovuto alle turbolenze del mercato azionario, e dal fatto che negli ultimi anni si sta registrando una tendenza sempre maggiore, da parte degli investitori, ad affidarsi a polizze assicurative, fondi e sicav a discapito dei titoli azionati[15]. Se si osserva l'evoluzione temporale della quota sul portafoglio complessivo d'investimento in queste due classi di prodotti finanziari (polizze assicurative, fondi e sicav), si può notare un aumento notevole. Come ultima osservazione si può riscontrare la completa assenza della voce

Derivati, che non verrà considerata successivamente.

Un ultimo punto importante che servirà successivamente in fase di costruzione del modello statistico è la suddivisione di tali voci in due grandi classi[21]:

1. Titoli non rischiosi;
2. Titoli Rischiosi.

Nella prima classe<sup>2</sup> si sono fatte confluire le voci inerenti alle Obbligazioni della banca, Altre obbligazioni, Titoli di stato e Pronti conto termine. Mentre nella seconda classe, rappresentate i titoli, rischiosi rientrano tutte le altre voci rimanenti, che corrispondono alle Azioni, Fondi e sicav, Polizze assicurative, Certificati di deposito e Altri titoli.

### 3.2.4 Gli indicatori MIFID della BCC

Secondo le indicazioni europee e nazionali inerenti la direttiva MIFID, e proprio come affermato nel Capitolo 2, il questionario deve contenere obbligatoriamente domande in grado di raccogliere informazioni in merito a:

1. Conoscenza dei clienti in materia d' investimenti;
2. Esperienza dei clienti in materia d' investimento;
3. Situazione finanziari dei clienti.
4. Obiettivi dei clienti in materia d'investimento;

Attraverso queste quattro sezioni un intermediario finanziario è in grado di ottenere una profilatura adeguata della propria clientela ed adempiere così alle normative vigenti in materia di tutela e trasparenza degli investitori. Come si è già visto, la direttiva MIFID è molto vaga nel dare le indicazioni inerenti il metodo con il quale possono essere costruiti gli indicatori atti a raccogliere le informazioni per la profilatura della clientela. A tale proposito si ha che la banca di credito

---

<sup>2</sup>Titoli non rischiosi.

cooperativo che ha fornito i dati, seguendo le linee guida redatte dalla Federazione Trentina della Cooperazione, ha riassunto le sezioni sopra elencate attraverso tre caratteristiche fondamentali derivanti direttamente dal questionario MIFID creato ed utilizzato dalla Federazione<sup>3</sup>. Queste tre caratteristiche, che assumono la forma di tre variabili numeriche sono:

1. La conoscenza dei prodotti finanziari;
2. L'esperienza nei mercati finanziari;
3. La propensione al rischio.

*La conoscenza dei prodotti finanziari* è riassumibile attraverso una variabile composta da degli indicatori numerici che indicano il livello di conoscenza degli strumenti finanziari da parte della clientela. Tale sezione, descritta nella parte 2.3.1 del Capitolo 2, corrisponde ad un indicatore obbligatorio ai fini della direttiva MIFID ed in questo specifico caso è rappresentata da una variabile di tipo intero con range che va da 1 a 8, dove 1 rappresenta conoscenza estremamente bassa in materia d'investimento, 8 rappresenta conoscenza alta in materia d'investimenti. Un basso livello implica la conoscenza di strumenti finanziari non strutturati come titoli di stato e obbligazioni standard, un livello intermedio significa la conoscenza anche di fondi comuni di investimento, azioni e prodotti assicurativi, mentre un alto livello implica un'ampia conoscenza in materia d'investimento e di prodotti finanziari, come derivati e altri titoli complessi.

*L'esperienza nei mercati finanziari* è un indicatore MIFID obbligatorio inerente per l'appunto l'esperienza da parte dei clienti in materia d'investimento. Tale indicatore contiene essenzialmente informazioni descritte anch'esse nel punto 2.3.1, del Capitolo 2. E' una variabile di tipo numerico con valori interi compresi tra 1 e 3, dove 1 indica investitori poco esperti in ambito finanziario, 2 indica investitori mediamente esperti e 3 indica investitori esperti.

---

<sup>3</sup>Si ricorda inoltre che il questionario è consultabile nell'appendice A dal titolo "Questionario MIFID\_N".

La *propensione al rischio*, definita come bassa, media o alta è l'ultimo indicatore MIFID previsto dalla BCC per ottenere una completa profilatura della clientela. E' stata elaborata dalla banca attraverso domande inerenti alle sezioni 3 e 4, rispettivamente quelle riguardanti la situazione finanziari del cliente e l'obbiettivo d'investimento. Tale indicatore è anch'esso rappresentato da una variabile di tipo numerico, va da 1 a 3, dove 1 rappresenta una propensione al rischio bassa e 3 rappresenta una propensione al rischio alta.

### 3.3 IL DATASET DEFINITIVO

Come ultimo punto, dopo aver elencato tutti i filtri effettuati che hanno portato ad una riduzione della numerosità campionaria (2668 in totale), si sono anche eliminate tutte quelle variabili che non sono state utilizzate, in quanto non risultavano utili al fine dell'analisi, così da ridurre la numerosità complessiva del dataset e facilitarne la gestione. L'elenco delle variabili presenti nel dataset definitivo, con la loro rispettiva descrizione, si può trovare nell'appendice B alla Tabella B.2. In tale dataset finale sono state aggiunte 3 variabili in più, non presenti nel dataset originale, le quali sono state utili al fine dell'analisi. Tali variabili sono:

1. ID questionario;
2. ID anno;
3. ID periodo.

La loro descrizione e composizione è sempre reperibile nell'appendice B alla Tabella B.2.

## CAPITOLO 4

---

# ANALISI DELLA PROFILATURA DELLA CLIENTELA

---

### 4.1 PREMESSA

In quest'ultimo capitolo si presenterà l'analisi della relazione tra la profilatura della clientela ed il portafoglio d'investimento, spiegando se esiste o meno un rapporto statisticamente significativo tra le due componenti. Verranno introdotte tabelle, grafici e statistiche descrittive con il quale si potrà centrare l'obiettivo dell'elaborato. Inoltre verrà anche presentato un modello statistico, nel quale si cercherà di capire se effettivamente la percentuale di investimento in titolo rischiosi e non rischiosi possa essere correlato ad alcune variabili ottenute grazie al questionario MIFID. In sostanza l'analisi sarà composta da quattro punti:

1. Studio delle dinamiche temporali degli indicatori MIFID;
2. Analisi della composizione del portafoglio in relazione agli indicatori MIFID;
3. Presentazione della matrice delle correlazioni di Spearman;
4. Creazione del modello Logistico.

## 4.2 DINAMICHE TEMPORALI DEGLI INDICATORI MIFID

Il primo passo dell'analisi è quello di osservare le dinamiche temporali dei tre indicatori previsti dalla MIFID. Tale dinamica è utile per capire se nell'arco dei 4 anni ci sono stati dei miglioramenti in termini di conoscenza, esperienza e propensione al rischio dei clienti. Nello specifico si è portati a pensare che l'esperienza e la conoscenza in materia d'investimento aumenti, con il passare degli anni. Questo potrebbe tradursi in scelte di portafogli d'investimenti sempre più complessi ed evoluti, in quanto la maggiore esperienza e conoscenza in materie finanziarie porta gli investitori ad essere più consapevoli delle proprie scelte d'investimento, a commettere meno errori di tipo cognitivo e ad avere delle aspettative più razionali [40].

Per quanto riguarda invece la variabile rappresentata la propensione al rischio essendo legata maggiormente a fattori di tipo soggettivo e comportamentali [1], ci si aspetterà che non sia legata al passare del tempo e quindi che l'evoluzione temporale sia casuale. Questo perché si è notato che tale indicatore è influenzato molto dalle aspettative soggettive ed economiche dei clienti, da fattori di tipo comportamentale e dalla situazione economica del momento<sup>1</sup>. In linea generale comunque ci si attenderà che maggiore è la propensione al rischio è maggiori saranno gli investimenti in titoli considerati rischiosi, i quali per loro natura ripaiano il rischio assunto con un maggior tasso d'interesse.

Le figure 4.1, 4.2 e 4.3 riportano, utilizzando dei grafi orientati, le dinamiche temporali degli indicatori, rispettivamente della conoscenza, dell'esperienza e della propensione al rischio. Il grafo riporta delle bolle, le quali in base alla grandezza, all'interno racchiudono le percentuali di soggetti che negli anni non hanno cambiato, in base alle figure, il proprio livello di conoscenza, esperienza e pro-

<sup>1</sup>E' risaputo il fatto che in periodi di crisi economica la propensione al rischio, come la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, si abbassa drasticamente.

pensione al rischio. Le frecce con le percentuali in nero rappresentano la quota di soggetti che hanno aumentato il loro punteggio nella variabile considerata dal grafo, mentre le percentuali in rosso rappresentano i soggetti che hanno diminuito il punteggio nella variabile considerata. Inoltre non essendo statisticamente significative sono state omesse le frecce che riportavano un valore pari o inferiore allo 0.15%, così da evitare percorsi inutili che potrebbero risultare disorientanti. La rappresentazione mediante grafi evidenzia con maggiore immediatezza rispetto a quanto fanno le tabelle tali dinamiche temporali. Un grafo è essenzialmente una struttura matematico/statistica formata da degli elementi detti nodi<sup>2</sup> messi in relazione tra loro da delle linee (o delle frecce in caso di grafo orientato), chiamate archi<sup>3</sup>. Più formalmente un grafo è una coppia di insiemi  $G = (V, E)$  dove  $V$  indica un insieme di cardinalità finita, dei nodi (o vertici) ed  $E$  un insieme di archi, cioè di coppie di nodi<sup>4</sup>.

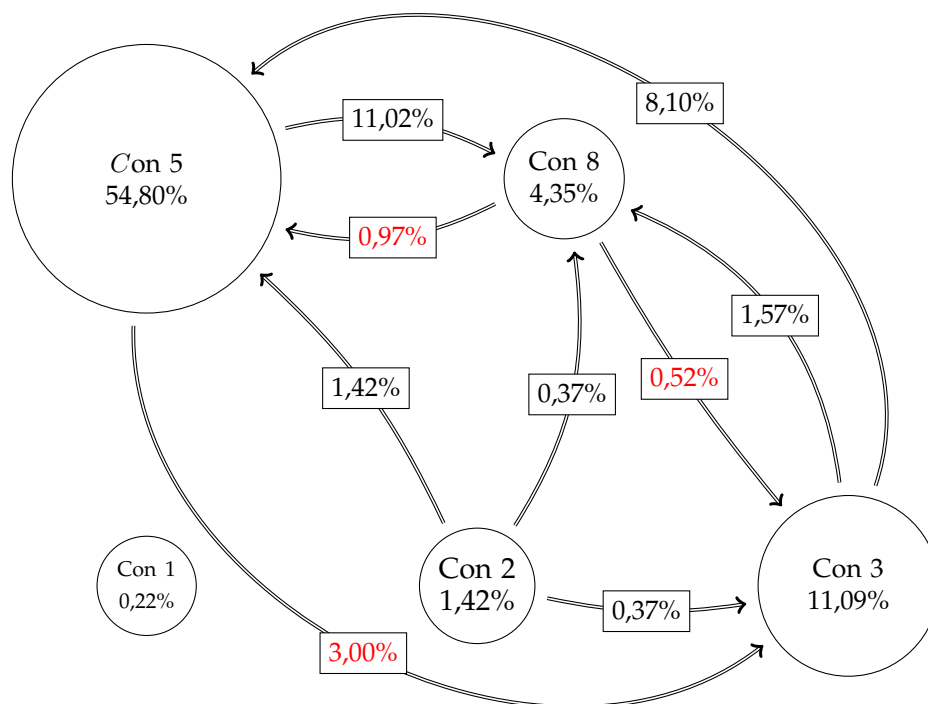
---

<sup>2</sup>I nodi sono detti anche vertici.

<sup>3</sup>Le linee o frecce posso essere chiamate, oltre che archi anche lati o spigoli.

<sup>4</sup>In pratica si ha che con la dicitura  $G=(V,E)$ , si definisce un generico grafo  $G$  contenente  $V$  nodi ed  $E$  archi.

Figura 4.1: Grafo dinamica temporale della conoscenza



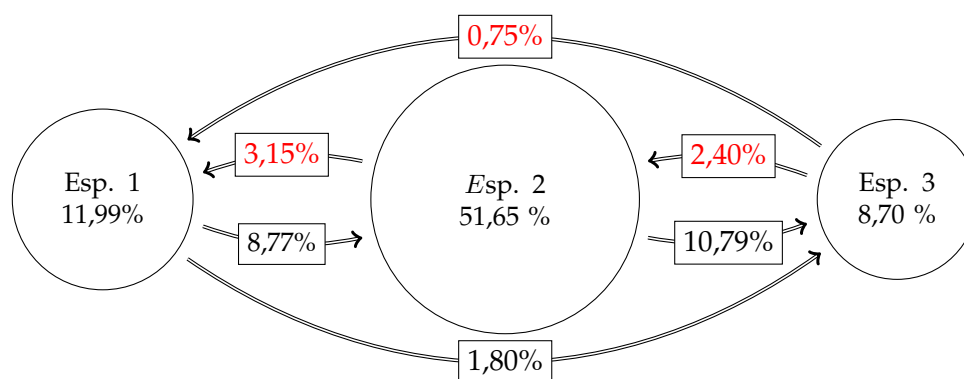
Osservando la figura 4.1 si può notare come l'indicatore conoscenza non ha alcun valore pari a 4, 6 e 7. Questo perché evidentemente nessun cliente ha compilato il questionario in modo da risultare con una conoscenza paragonabile a tali valori. Inoltre un ulteriore aspetto che salta subito all'occhio, è il completo isolamento del nodo rappresentante la conoscenza in materia d'investimento estremamente bassa. Questo è dovuto probabilmente anche alla percentuale molto piccola di soggetti che hanno, e che continuano ad avere, una conoscenza in materia di investimenti pari a 1. Oltre a questo si osserva che la maggior parte dei clienti, 54,80%, è rimasta negli anni ad un livello di conoscenza pari a 5. Tale livello si piazza ad una categoria media in termini di conoscenza.

Se si calcolano le percentuali cumulate tenendo conto solamente dei soggetti che



sono aumentati di categoria<sup>5</sup>, si ottiene una percentuale pari al 22.78%. Questo sta ad indicare che oltre un cliente su cinque della BCC nell'arco dei 4 anni di riferimento ha aumentato il proprio livello di conoscenza finanziaria. Mentre solamente il 4,49% dei clienti è retrocesso di categoria. In definitiva osservando il grafo, le aspettative e le tematiche affrontate fino ad ora inerenti la conoscenza della clientela in materia d'investimento sono confermate. Nel tempo si registra un aumento della conoscenza in materia d'investimento da parte dei clienti della BCC.

Figura 4.2: Grafo dinamica temporale dell'esperienza



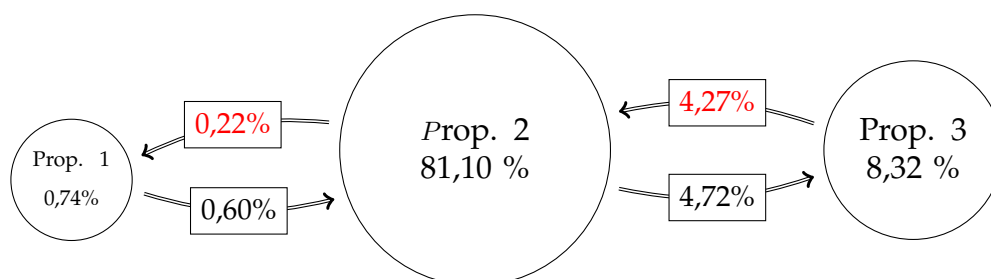
Per quanto riguarda l'esperienza in materia d'investimento, anche qui ci si aspetta un aumento nel tempo di tale indicatore. Questo perché per definizione l'esperienza, che sia positiva o negativa in materia d'investimento, con il passare degli anni aumenta. Osservando la figura 4.2 si può notare anche qui che, proprio come la conoscenza, la maggior parte dei clienti della BCC negli anni è rimasto allo stesso livello di partenza<sup>6</sup>. Anche in questo caso inoltre, se si osservano le percentuali cumulate degli individui che sono passati di categoria negli anni, si ha che tale percentuale è pari al 21.36%. Questo sta ad indicare, proprio come il precedente indicatore MIFID, che circa un cliente su cinque della BCC

<sup>5</sup>Vengono esclusi i soggetti che negli anni sono rimasti invariati o retrocessi di categoria in termini di conoscenza.

<sup>6</sup>Se si osserva la percentuale cumulata si arriva al 72.34%

nell'arco dei 4 anni di riferimento ha aumentato il proprio livello di esperienza finanziaria. Inoltre, interessante osservare che solo il 6,3% degli individui negli anni hanno registrato un abbassamento dell'esperienza in materia d'investimento. Questo risultato può sembrare strano, ma è proprio uno dei problemi legati al questionario MIFID, discussi nel Capitolo 2, che l'implementazione della finanza comportamentale all'interno dei questionari dovrebbe cercare di appianare. La presenza di effetti comportamentali soggettivi, di domande che comportano l'autovalutazione e più in generale di errori cognitivi<sup>7</sup> effettuati dagli investitori, come si è visto possono distorcere le risposte al questionario, portando in questo caso a registrare una sottovalutazione dell'esperienza in materia d'investimento. Nel complesso comunque anche in questo caso osservando il grafo, le aspettative e le tematiche affrontate fino ad ora inerenti l'esperienza della clientela in materia d'investimento sono confermate.

Figura 4.3: Grafo dinamica temporale della propensione al rischio



Come ultimo grafo è interessante osservare in figura 4.3 la dinamica della propensione al rischio. In generale in tale dinamica si può osservare che la maggior parte degli individui non cambia la propria propensione al rischio. Inoltre si registra una percentuale molto alta di individui che negli anni è rimasto ad un livello di propensione al rischio medio<sup>8</sup>, 81,10 %. Come si può notare le percentuali di individui che passano di livello uguaglia quasi del tutto quella dei soggetti che

<sup>7</sup>Euristiche e relativi bias.

<sup>8</sup>Per livello di propensione al rischio medio si intende i soggetti che risultano con un valore pari a 2 nell'indicatore propensione al rischio.

retrocedono. Da considerare in definitiva che, come affermato da diversi studi [8], [18]<sup>9</sup> la propensione al rischio, ed in generale il rischio percepito dagli individui in tema di investimenti, dovrebbe essere osservata per un periodo di tempo molto prolungato, in quanto oltre che ad essere influenzata da aspetti soggettivi, comportamentali ed economici di un investitore, la propensione al rischio dipende anche molto dalla situazione economica complessiva, dove periodi di crisi ed instabilità dei mercati può incidere molto sui risultati.

In conclusione, per quanto riguarda lo studio delle dinamiche temporale dei tre indicatori MIFID utilizzati dalla BCC in tema di profilatura della clientela, si può affermare che per quanto riguarda la conoscenza ed esperienza in materia d'investimento, si registra un incremento complessivo negli anni rispettivamente del 22.85% e del 21.36%, facendo intuire che con il passare del tempo i clienti incrementano la propria consapevolezza e maturità in tema d'investimenti. Per quanto riguarda invece la propensione al rischio si è osservato che, negli anni considerati, l'indicatore non è cambiato significativamente. Infatti se si considera la percentuale di individui che negli anni non sono cambiati di categoria, si raggiunge una percentuale del 90,16%. In tale percentuale si è osservato che ben l'81,10% dei soggetti rientra nella categoria con propensione al rischio medio e che nel tempo non sono cambiati.

### 4.3 ANALISI COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO

Capire la composizione del portafoglio d'investimento dei soggetti, in base al proprio livello di conoscenza, esperienza e propensione al rischio, può risultare molto interessante per comprendere la relazione che intercorre tra la profilatura della clientela ed il loro asset allocation.

Per fare questo verranno presentate una serie di tabelle, due per ogni indica-

<sup>9</sup>Ed i già citati numerosi studi della CONSOB, ed autorità nazionali ed europee.

tore, in relazione al tipo di questionario compilato ed ai prodotti finanziari che compongono il portafoglio della BCC. In tali tabelle saranno presenti:

- La classe dei prodotti finanziari presenti nel database della BCC;
- Media aritmetica delle percentuali di investimento di ogni singolo titolo in relazione agli indicatori conoscenza, esperienza e propensione al rischio. Tale valore sarà indicato con il termine "% M";
- Risultato del "honestly significant difference" di Tukey (HSD). Test non parametrico, conosciuto anche come test per le differenze di scala tra due gruppi, il quale serve per confrontare le medie di  $p$  gruppi di dati. Attraverso questo test si riesce a determinare quali dei confronti tra le  $p$  medie diano differenze significative [35]. Il test di Tukey si basa sull'intervallo di variazione del  $Q$  - *studentizzato* e stimato su un campione di dimensione  $n$ .

$$Q = \frac{\bar{X}_{max} - \bar{X}_{min}}{\sqrt{\frac{S_e^2}{n}}}$$

In pratica per i confronti tra le coppie di medie, il livello di significatività è costruito sul caso peggiore e cioè dalla differenza massima possibile  $(\bar{X}_{max} - \bar{X}_{min})$ , rapportata però alla quantità  $\sqrt{\frac{S_e^2}{n}}$ .

Se si confrontano  $p$  medie, si avranno  $\frac{p(p-1)}{2}$  differenze, le quali risulteranno statisticamente significative solo quelle che in valore assoluto sono maggiori dell'intervallo di confidenza  $W$ :

$$W = (\bar{x}_i - \bar{x}_j) \pm Q_{(\alpha,p,v)} \sqrt{\frac{S_e^2}{n}}$$

dove:

$(\bar{x}_i - \bar{x}_j)$  = sono le due coppie di medie da confrontare;  $\alpha$  = livello di confidenza solitamente posto pari a 0,05;

$p$  = numero di gruppi;

$v$  = gradi di libertà;

$n$  = numero di osservazioni di ogni gruppo;

$Q_{(\alpha,p,v)}$  = valore osservabile dalle tabelle con un certo  $\alpha$ , un certo  $p$  e  $v$  gradi di libertà.

Il test di Tukey sarà presente nella tabella attraverso una rappresentazione in grado di sintetizzare il livello informativo da esso contenuto. Il risultato del test sarà riassunto attraverso delle lettere, le quali partendo dalla "a" ed in maniera decrescente rispetto al valore medio, si riferiranno al gruppo di voci del portafoglio. Tali caratteri alfabetici rappresenteranno i gruppi di appartenenza delle medie di ogni prodotto finanziario. Se tali lettere saranno tutte differenti vuol dire che le medie dei gruppi, per la classe di prodotto finanziario considerato, saranno significativamente differenti. Se al contrario le lettere saranno tutte uguali vuol dire che le medie saranno tutte non significativamente differenti (uguali, appartenenti allo stesso gruppo).

I gruppi saranno rappresentati dagli indicatori MIFID, mentre le medie si riferiranno alle percentuali di investimento di ogni singolo titolo in relazione ai gruppi.

### **4.3.1 Composizione del portafoglio in relazione al Questionario 1**

Di seguito verranno presentate le tabelle 4.1, 4.2, 4.3, come descritte precedentemente, che confronteranno le medie percentuali degli investimenti rispetto agli indicatori MIFID.

Tabella 4.1: Composizione media del portafoglio in base alla conoscenza degli investitori.

Titoli	Con. 1 % M1	Con. 2 % M2	Con. 3 % M3	Con. 5 % M5	Con. 8 % M8	Test HSD di Tukey
Obb. banca	86.42	85.97	82.29	67.95	31.28	a a a a b
Altre obb.	4.56	2.31	2.90	4.17	9.35	b b b b a
Tit. di Stato	2.41	3.65	2.51	3.79	6.80	a a a a a
Azioni	0.01	2.24	2.88	8.17	30.84	c c c b a
Fondi e Sicav	6.60	2.72	6.00	12.03	18.35	b b b a a
Polizze ass.	0.00	0.33	1.08	2.73	1.33	a a a a a
Pronti c. Ter.	0.00	2.72	2.29	1.11	1.76	a a a a a
Cert. Deposito	0.00	0.07	0.05	0.04	0.30	a a a a a
Altri titoli	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	a a a a a

Osservando la tabella 4.1 si può capire la composizione del portafoglio d'investimento in relazione all'indicatore conoscenza e relativo al primo periodo temporale. Da come si può vedere, per quanto riguarda la voce obbligazioni della banca, essenzialmente si nota una diminuzione in media di quest'ultima in relazione all'aumentare della conoscenza. In particolare si riscontrano due gruppi di investitori significativamente differenti in media tra loro. Quelli fino ad un livello di conoscenza medio-alta (livello di conoscenza 1- 2- 3- 5), i quali non presentano valore medio significativamente diverso di investimento (lettera a), e quelli con un livello di conoscenza alta, i quali riducono drasticamente i loro investimenti in media nelle obbligazioni della banca (appartenenti al gruppo b).

Per quanto riguarda la voce riguardante le obbligazioni diverse da quelle della BCC, sostanzialmente si può vedere un movimento al contrario di quello appena descritto. In particolare si osserva che, con l'aumentare della conoscenza, l'incidenza in media percentuale degli investimenti in obbligazioni diverse da quella della BCC aumenta. Inoltre il test di Tukey ci suggerisce che gli investitori, anche in questo caso, si possono classificare in due grandi gruppi, quelli che arrivano ad una conoscenza medio-alta (gruppo b), e quelli con conoscenza alta (gruppo a).

La classe riferita ai titoli di stato, per loro natura considerati titoli poco rischiosi, non ha riscontrato una significative variazioni in media di incidenza nel portafoglio.

glio d'investimento. Questo è normale in quanto anche chi ha conoscenza bassa sa cosa sono i Titoli di Stato, e secondo la normativa in vigore trattata nel Capitolo 1, ha possibilità di acquistarli.

Per quanto riguarda la classe riferita alle azioni invece, anche in questo caso si registra un aumento in media degli investimenti con l'aumentare della conoscenza in materia di finanza. In particolare si distinguono 3 gruppi di investitori. Quelli che arrivano ad una conoscenza medio-bassa (conoscenza 1-2-3) i quali non investono nulla in azioni (gruppo c), quelli con conoscenza medio-alta (conoscenza 5) i quali iniziano ad avere il portafoglio con la presenza di titoli azionari (gruppo b), e quelli con conoscenza alta i quali aumentano di molto l'incidenza nel proprio portafoglio di titoli azionari arrivando a circa al 30% (gruppo a).

Per la voce Fondi e Sicav anche in questo caso, l'incidenza in media nel portafoglio d'investimento aumenta con l'aumentare della conoscenza. Per quanto riguarda invece la rimanenza delle altre voci, si osservano percentuali di incidenza nel portafoglio d'investimento molto basse e non significativamente differenti.

In conclusione per quanto riguarda la composizione del portafoglio in relazione alla conoscenza e riferita al primo periodo temporale, si può concludere affermando che, proprio come ci si aspettava, il livello di conoscenza influisce sulle dinamiche e sulla composizione del portafoglio. Per quanto riguarda le obbligazioni della BCC si è osservato che più la conoscenza aumenta e meno i clienti investono in termini percentuali in tale titoli. Mentre al contrario per determinate classi di titoli, considerati più rischiosi, all'aumentare della conoscenza aumenta anche l'incidenza nel portafoglio di tali classi<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup>Tale concetto è espresso molto bene osservando le percentuali di influenza delle azioni.

Tabella 4.2: Media della composizione del portafoglio in base all'esperienza degli investitori.

Titoli	Esp. 1 % M1	% Esp. 2 % M2	% Esp. 3 % M3	Test HSD di Tukey
Obb. banca	82.99	69.10	45.93	a b c
Altre obb.	2.31	4.17	7.44	c b a
Tit. di Stato	2.84	3.77	4.85	a a a
Azioni	2.47	7.81	20.98	c b a
Fondi e Sicav	6.56	11.35	15.68	c b a
Polizze ass.	1.33	2.36	3.04	a a a
Pronti c. Ter.	1.44	1.36	1.94	a a a
Cert. Deposito	0.06	0.04	0.15	a a a
Altri titoli	0.00	0.02	0.00	a a a

Osservando la tabella 4.2 si può capire la composizione del portafoglio in relazione all'indicatore esperienza e relativo al primo periodo temporale. Da come si può vedere per quanto riguarda la voce obbligazioni della banca essenzialmente si nota una diminuzione degli investimenti in relazione all'aumentare dell'esperienza. In particolare si riscontrano tre gruppi di investitori significativamente differenti in media tra loro. Quelli con esperienza bassa<sup>11</sup> i quali investono molto delle loro risorse in obbligazioni della BCC. Quelli con esperienza considerata media<sup>12</sup> e quelli con esperienza elevata, i quali rispettivamente riducono sempre di più l'incidenza in media delle obbligazioni nel loro portafoglio.

Per quanto riguarda le voci inerenti le obbligazioni diverse da quelle della BCC, le azioni ed i fondi e sicav, sostanzialmente si può vedere un movimento al contrario di quello appena descritto. In particolare si osserva che con l'aumentare dell'esperienza l'incidenza in media percentuale degli investimenti aumenta. Inoltre il test di Tukey ci suggerisce che gli investitori, anche in questo caso, si possono classificare in tre gruppi rispettivamente con esperienza bassa, media e alta che in media hanno percentuali significativamente differenti di investimenti. Per tutte le altre classi di titoli invece non si osserva una significativa differenza in media negli investimenti.

In conclusione, anche in questo caso, proprio come la conoscenza, per quanto

<sup>11</sup>Esperienza pari a 1.

<sup>12</sup>Esperienza pari 2.



riguarda la composizione del portafoglio in relazione all'esperienza e riferita alla prima dinamica temporale, si può concludere affermando che, proprio come ci si aspettava, il livello di esperienza tende ad influire sulle dinamiche e sulla composizione del portafoglio. Per quanto riguarda le obbligazioni della BCC si è osservato che più l'esperienza aumenta e meno i clienti investono in termini percentuali in tale classe di titoli. Mentre al contrario per determinate classi di titoli, considerate più rischiose ma potenzialmente più remunerative, all'aumentare dell'esperienza aumenta anche l'incidenza nel portafoglio di tali voci<sup>13</sup>.

Tabella 4.3: Media della composizione del portafoglio in base alla propensione al rischio degli investitori.

Titoli	Prop. 1 % M1	Prop. 2 % M2	Prop. 3 % M3	Test HSD di Tukey
Obb. banca	73.97	73.47	41.76	a a b
Altre obb.	2.96	3.60	7.96	b b a
Tit. di Stato	6.01	3.15	7.14	a b a
Azioni	2.06	7.15	15.73	b b a
Fondi e Sicav	13.58	9.40	19.96	ba b a
Polizze ass.	0.00	1.79	5.29	b b a
Pronti c. Ter.	1.42	1.37	2.00	a a a
Cert. Deposito	0.00	0.05	0.14	a a a
Altri titoli	0.00	0.01	0.00	a a a

Osservando la tabella 4.3 si può capire la composizione del portafoglio in relazione alla propensione al rischio e relativo al primo periodo temporale. Una differenza che si riscontra rispetto agli altri due indicatori analizzati, è che in questo caso si notano solamente al massimo due gruppi di investitori che in media presentano incidenze significativamente differenti. In linea generale per l'indicatore propensione al rischio si nota che, i soggetti che presentano un livello di propensione al rischio medio e basso<sup>14</sup>, si comportano in media nello stesso modo in termini di investimenti. Per quanto riguarda invece i soggetti che presentano propensione al rischio alta si nota più diversificazione nel portafoglio ed una tendenza ad investire in voci che rappresentano titoli più rischiosi. Questo porta a

<sup>13</sup>Anche in questo caso il concetto è osservabile molto bene attraverso le percentuali di influenza delle azioni.

<sup>14</sup>Secondo l'indicatore 1 è considerato un livello basso, mentre 2 è un livello medio.

pensare che solamente una propensione al rischio alta possa influire sulle scelte d'investimento, mentre i soggetti che possiedono una propensione al rischio bassa o media, tendono a rischiare poco e ad investire maggiormente in titoli considerati più sicuri.

Come si può vedere per quanto riguarda la voce obbligazioni della banca essenzialmente si nota quello sopra descritto, e cioè la presenza di due gruppi di investitori, dove il primo gruppo è rappresentato dai soggetti che presentano una propensione al rischio media e bassa, mentre il secondo gruppo è rappresentato dai soggetti che presentano propensione al rischio alta. Ma solamente chi ha propensione alta diminuisce di molto gli investimenti in media nelle obbligazioni della banca, passando da un 70% circa di chi ha propensione medio-bassa ad un circa 40% di chi ha propensione al rischio alta.

Per quanto riguarda le voci inerenti le obbligazioni diverse da quelle della BCC, le azioni, i fondi sicav e le polizze assicurative sostanzialmente si può osservare anche in questo caso la presenza di due gruppi d'investitori. Quelli con propensione al rischio medio-bassa e quelli con propensione al rischio alta.

Una differenza rispetto agli altri indicatori è che la voce rappresentante i titoli di stato, questa volta, sembra venga influenzata dalla propensione al rischio. Osservando il test di Tukey si nota che i soggetti con propensione al rischio bassa e alta investono in media in maniera significativamente non differente, questo fatto potrebbe essere spiegato in quanto chi ha propensione al rischio bassa tende ad investire in titoli poco rischiosi, come in questo caso possono essere i titoli di stato. Mentre chi ha propensione al rischio alta, tendenzialmente tende ad avere un portafoglio composto da titoli rischiosi (come azioni, fondi, polizze assicurative,..) ma anche una percentuale di titoli non rischiosi (come ad esempio i titoli di stato), che se pur garantendo pochi interessi sono comunque una garanzia.

In conclusione quindi per quanto riguarda l'indicatore inerente la propensione al rischio si è osservato che solamente gli investitori con propensione al rischio

alta, tendono a comportarsi in maniera più "rischiosa" e ad avere percentuali d'investimento differenti rispetto a chi presenta propensione al rischio media o bassa, i quali in media hanno un percentuale d'investimento significativamente non differente.

### **4.3.2 Composizione del portafoglio in relazione al Questionario 2**

Di seguito verranno presentate le tabelle 4.4, 4.5 e 4.6, come descritte precedentemente, che confronteranno le medie percentuale degli investimenti rispetto agli indicatori MIFID nel secondo periodo di riferimento. Sarà interessante osservare come i soggetti sposteranno o manterranno i loro investimenti con il passare degli anni. In tale contesto è difficile crearsi delle aspettative se non quelle previste dalla MIFID che in linea generale vieterebbe la vendita di titoli finanziari troppo rischiosi a soggetti con poca esperienza, conoscenza e propensione al rischio.

Ma nonostante questo alcune premesse sono doverose. Innanzitutto bisogna ricordarsi le osservazioni affrontate nella sezione 4.2, dove si è osservato che per quanto riguarda gli indicatori MIFID, la maggior parte degli investitori tendenzialmente è rimasto al livello inizialmente registrato, non aumentando ne diminuendo il proprio livello di conoscenza 71.88%, esperienza 72.34% e propensione al rischio 90.16%. Questo vuol dire che tendenzialmente ci si aspetterà che, osservando la composizione del portafoglio nel secondo periodo temporale, i soggetti non abbiano cambiato più di tanto i propri investimenti.

Nonostante questo però, bisogna considerare anche altri fattori che potrebbero distorcere le aspettative. Questo perché gli investitori potrebbero attuare dei cambiamenti nel proprio portafoglio dovuti alla cattiva gestione o andamento dei titoli, a potenziali perdite subite<sup>15</sup> e a tutti quei fattori esterni che potrebbero aver influito sull'andamento del mercato rovinando e creando paure infondate agli

---

<sup>15</sup>Soprattutto per quanto riguarda le azioni o titoli altamente speculativi.

investitori<sup>16</sup> o aspettative irrealizzabili. Insomma proprio come accennato nei capitoli precedenti, ci sono numerosi fattori soggettivi e ambientali che potrebbero influire positivamente o negativamente nella gestione del portafoglio di un soggetto [36] [24] [1]. Molte volte come si è visto tali fattori sono mossi da aspettative irrazionali, errori cognitivi e fattori soggettivi di difficile lettura e previsione.

Tabella 4.4: Media della composizione del portafoglio in base alla conoscenza degli investitori.

Titoli	Con. 1 % M1	Con. 2 % M2	Con. 3 % M3	Con. 5 % M5	Con. 8 % M8	Test HSD di Tukey
Obb. banca	71.79	92.58	75.71	61.63	52.78	a a a b b
Altre obb.	0.00	3.89	2.37	2.63	3.88	a a a a a
Tit. di Stato	0.00	0.00	2.17	2.44	3.49	a a a a a
Azioni	0.21	1.24	2.48	8.56	12.91	c c c b a
Fondi e Sicav	27.99	0.46	13.47	20.45	22.24	a b b a a a
Polizze ass.	0.00	0.72	2.63	3.85	4.69	a a a a a
Pronti c. Ter.	0.00	0.00	1.09	0.00	0.00	a a a a a
Cert. Deposito	0.00	1.10	0.07	0.41	0.01	a a a a a
Altri titoli	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	a a a a a

Essenzialmente esaminando la composizione del portafoglio in base all'indicatore conoscenza, tabella 4.4 e riferito alla seconda dinamica temporale, non si riscontrano significative differenze se non qualche cambiamento dei gruppi di investimento. Ma nel complesso per quanto riguarda la composizione del portafoglio in relazione alla conoscenza e riferita alla seconda dinamica temporale, si può concludere affermando che, il livello di conoscenza influisce sulle dinamiche e sulla composizione del portafoglio. Interessante notare che in questo caso le percentuali di incidenza nel portafoglio delle obbligazioni della BCC e quelle delle altre obbligazioni siano cambiate. Molti meno soggetti hanno mantenuto gli investimenti nella classe dei titoli rappresentante dalle obbligazioni diverse da quelle della BCC. Inoltre interessante notare l'alta percentuale di incidenza per i soggetti che hanno conoscenza bassa per la classi di titoli riferita ai Fondi e Sicav.

<sup>16</sup>Si veda caso della Banca Etruria, dove la reputazione delle obbligazioni di banche cooperative è stata molto compromessa.

Tabella 4.5: Media della composizione del portafoglio in base all'esperienza degli investitori.

<b>Titoli</b>	<b>Esp. 1 % M1</b>	<b>% Esp. 2 % M2</b>	<b>% Esp. 3 % M3</b>	<b>Test HSD di Tukey</b>
Obb. banca	79.07	62.25	52.74	a b c
Altre obb.	1.84	2.65	4.08	b b a
Tit. di Stato	1.35	2.36	3.89	b b a
Azioni	2.48	8.31	12.25	c b a
Fondi e Sicav	11.25	20.27	22.47	b a a
Polizze ass.	3.15	3.67	4.36	a a a
Pronti c. Ter.	0.71	0.08	0.01	a b b
Cert. Deposito	0.16	0.38	0.20	a a a
Altri titoli	0.00	0.03	0.00	a a a

Osservando la tabella 4.5 anche in questo caso non si notano significativi cambiamenti. In linea generale anche in questo caso l'esperienza in ambito d'investimenti sembra influire sulle scelte d'investimento dei soggetti.

Anche in questa sezione si nota come gli investimenti in obbligazioni diverse da quelle della BCC siano diminuiti, e l'aumento considerevo degli investimenti in fondi e sicav.

Tabella 4.6: Media della composizione del portafoglio in base alla propensione al rischio degli investitori.

<b>Titoli</b>	<b>Prop. 1 % M1</b>	<b>Prop. 2 % M2</b>	<b>Prop. 3 % M3</b>	<b>Test HSD di Tukey</b>
Obbligazioni banca	76.60	66.36	39.07	a a b
Altre obbligazioni	0.00	2.65	4.16	a a a
Titoli di Stato	4.28	2.07	5.39	b b a
Azioni	8.58	7.33	14.08	b b a
Fondi e Sicav	10.54	17.82	29.73	b b a
Polizze assicurative	0.00	3.21	7.46	b b a
Pronti conto Termine	0.00	0.19	0.02	a a a
Certificati di Deposito	0.00	0.34	0.07	a a a
Altri titoli	0.00	0.02	0.00	a a a

Come ultima tabella, osservando la 4.6 si può notare come non ci siano significativi cambiamenti rispetto alla tabella 4.3.

## 4.4 MATRICE DELLE CORRELAZIONI

Di seguito verranno presentate 2 matrici di correlazione contenenti le variabili che compongono il portafoglio d'investimento più i tre indicatori MIFID. Questo per poter osservare se c'è qualche correlazione statisticamente significativa tra le variabili. Tali matrici saranno composte dal valore dell'indice di correlazione di Spearman ( $r_s$ ), dal relativo livello di significatività osservato ( $p - value$ )<sup>17</sup>, dalla media e dalla deviazione standard (st.dev) delle variabili usate. Nello specifico l'indice di correlazione di Spearman, è un metodo non parametrico utilizzato per variabili di tipo ordinale. Date due variabili X e Y, l'indicatore  $r_s$  di Spearman è definito come un'approssimazione del più conosciuto coefficiente di Pearson:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

dove:

- \* le variabili devono essere precedentemente ordinati;
- \*  $d_i$  rappresenta la differenza tra i ranghi di Y e di X;
- \* rango è inteso il numero di posto X-esimo e Y-esimo delle osservazioni non ordinate;
- \*  $n$  numerosità campionaria;
- \*  $r_s$  è compreso tra -1 e 1.

Nella pratica si distinguono:

- se  $0 < r_s < 0,3$  si ha correlazione debole;
- se  $0,3 < r_s < 0,7$  si ha correlazione moderata;
- se  $r_s > 0,7$  si ha correlazione forte.

Inoltre valgono le seguenti relazioni:

<sup>17</sup>Indicato con il simbolo "Pn", dove n va da 1 a 12. Si tiene conto di un livello di significatività  $\alpha$  pari al 0,05

1. se  $r_s = 0$ , le variabili X e Y si dicono incorrelate;
2. se  $r_s > 0$ , le variabili X e Y si dicono correlate positivamente;
3. se  $r_s < 0$ , le variabili X e Y si dicono correlate negativamente.

Oltre a questo per verificare se la correlazione osservata sia stata o meno casuale si è scelto di effettuare anche un test statistico attraverso queste ipotesi:

$$H_0 : r_s = 0$$

$$H_1 : r_s \neq 0$$

Nel quale si utilizza un livello di significatività del  $\alpha$  pari a 0.05 e dove la statistica test sarà approssimata ad una t-student con n-2 gradi libertà e così definita:

$$t = r_s \sqrt{\frac{n-2}{1-r_s^2}}$$

Oltre a questo, nelle tabelle 4.7 e 4.8 si possono trovare le matrici di correlazione di Spearman con i relativi p-value e media e deviazione standard delle variabili che compongono il portafoglio d'investimento e gli indicatori MIFID utilizzati.

Un aspetto che accomuna entrambe le tabelle è il fatto che la classe di titoli che presentano la media più alta sono le obbligazioni della BCC. Inoltre si denota che, proprio come osservato attraverso l'analisi della dinamica temporale degli indicatori tra il primo ed il secondo periodo gli investitori abbiano aumentato in media il proprio livello di conoscenza ed esperienza in ambito finanziario. Osservando le medie di questi due indicatori si osserva che per quanto riguarda la conoscenza, gli investitori sono passati da una media di 4,64 nel primo periodo ad una del 5,14 nel secondo. Mentre per quanto riguarda l'esperienza si passa da una media del 1,89 ad una del 2.5. Invece proprio come osservato dai grafici, la propensione al rischio, che presentava una percentuale di circa il 90% di soggetti che non aumentava né diminuiva di categoria, non presenta pressoché nessun cambiamento in media dal primo al secondo periodo temporale.

Per quanto riguarda le correlazioni, si registra una correlazione significativamente positiva tra gli indicatori MIFID. Questo sta ad indicare che all'aumentare ad esempio del livello di conoscenza, aumenta anche il livello di esperienza.

Inoltre si osserva anche una correlazione positiva significativamente bassa nel primo e secondo periodo tra la classe di titoli rappresentata dalle obbligazioni della banca e quella delle altre obbligazioni.

Per il resto non si riscontrano alti livelli di correlazione. Una delle ipotesi alla base di questo è che probabilmente, essendo un indice che misura la correlazione di tipo lineare, non è in grado di cogliere in maniera efficace la relazione tra le variabili.





## 4.5 REGRESSIONE LOGISTICA

Come ultima parte dell'analisi verrà presentato un modello statistico per verificare se esiste una relazione statisticamente significativa tra gli investimenti in titoli rischiosi e non rischiosi dei clienti della BCC e gli indicatori MIFID più il sesso. Il modello scelto è quello logistico. Nella regressione logistica, chiamata anche regressione logit o modello logit, si vuole descrivere la relazione di dipendenza tra una variabile limitata (ad esempio tra 0 e 1), e una serie di variabili indipendenti, che possono essere sia di natura quantitativa che qualitativa. Un modello lineare non risulterebbe adatto a questo scopo perché i valori stimati di  $\hat{y}_i$  potrebbero essere esterni all'intervallo  $[0,1]$  e quindi non avere senso. Indicando con  $y = p$  la probabilità dell'evento di interesse, la trasformazione applicata ai dati nel modello è stata la seguente:

$$\log\left(\frac{y}{y^* - y}\right) \quad (4.1)$$

Tale trasformazione logistica sulla variabile dipendente permette di eseguire una regressione OLS.  $y^*$  è una variabile maggiore di tutti i valori osservati della variabile dipendente. Mentre  $y$  è funzione non lineare delle variabili indipendenti  $X_1, X_2, \dots, X_k$ , è possibile dimostrare che il logit è una trasformazione lineare delle stesse. Il modello che verrà preso in considerazione sarà quello che lega la trasformazione logit di  $y$  ai regressori  $X_1, X_2, \dots, X_k$  ed è rappresentato in 4.2.

$$\text{logit}_p = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k \quad (4.2)$$

Successivamente viene stimato il modello di regressione ed infine si effettua la trasformazione inversa, secondo quanto indicato nella 4.3.

$$\hat{y} = \frac{y^*}{1 + e^{-x}} \quad (4.3)$$

Nella regressione lineare si assume che gli errori abbiano media nulla e varianza costante. La regressione logistica fa parte di una famiglia più grande di modelli,

che viene chiamata modelli di regressione generalizzati, i quali mettono in relazione una trasformata della  $y$  ad un modello lineare.

Dopo questa premessa nelle tabelle 4.9 e 4.10 si possono osservare i modelli di regressione logistici rispettivamente utilizzando come variabili dipendenti prima percentuali dei titoli rischiosi e poi quelli dei titoli non rischiosi.

Tabella 4.9: Modello Logistico usando come variabile dipendente gli investimenti in titoli non rischiosi

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto $t$	p-value
const	7,14944	0,546274	13,0876	0,0000 ***
conoscenza	-0,546393	0,0944356	-5,7859	0,0000 ***
esepienza	-0,204535	0,212064	-0,9645	0,3350
propensione	-0,811188	0,263769	-3,0754	0,0022 ***
Dsesso.1	0,0213095	0,178120	0,1196	0,9048
Statistiche basate sui dati trasformati:				
Somma quadr. residui	7476,319	E.S. della regressione	2,762046	
$R^2$	0,095496	$R^2$ corretto	0,091804	
$F(4, 980)$	25,86654	P-value( $F$ )	2,09e-20	
Log-verosimiglianza	-2395,880	Criterio di Akaike	4801,760	
Criterio di Schwarz	4826,223	Hannan-Quinn	4811,065	
Statistiche basate sui dati originali:				
Media var. dipendente	0,778476	SQM var. dipendente	0,239451	
Somma quadr. residui	65,08060	E.S. della regressione	0,257699	

La tabella 4.9 rappresenta il modello logit formato da una variabile dipendente, rappresentante la percentuale di investimento in titoli non rischiosi e una serie di variabili esplicative quali i tre indicatori MIFID (conoscenza, esperienza e propensione al rischio) più una variabile categorica rappresentante il sesso. Dalla regressione si può notare come solamente le variabili conoscenza e propensione al rischio risultano significative. Inoltre osservando i coefficienti del modello di tali variabili, si può notare come essi risultino negativi. Questo sta ad indicare che una variazione delle variabili conoscenza e propensione al rischio porta ad una variazione negativa della variabile dipendente, in questo caso rappresentata

dalla percentuale di investimento in titoli non rischiosi. Questo in pratica si può tradurre nel fatto che i soggetti con esperienza e propensione al rischio basso investiranno maggiormente in titoli non rischiosi. Inoltre il coefficiente R quadro basso indica che il modello comunque non riesce a spiegare in maniera adeguata la variabile dipendente con queste variabili. Probabilmente un modello più adeguato dovrebbe comprendere, proprio come visto nei capitoli precedenti, informazioni ricavabili attraverso l'utilizzo della finanza comportamentale, come ad esempio variabili categoriche come l'età, la professione, il reddito e tutta una serie di variabili di tipo socio-demografico, in grado di cogliere maggiormente gli aspetti comportamentali e soggettivi degli investitori.

Tabella 4.10: Modello Logistico usando come variabile dipendente gli investimenti in titoli rischiosi

	Coefficiente	Errore Std.	rapporto $t$	p-value	
const	-7,14943	0,546273	-13,0876	0,0000	***
conoscenza	0,546387	0,0944355	5,7858	0,0000	***
esperienza	0,204529	0,212063	0,9645	0,3350	
propensione	0,811204	0,263769	3,0754	0,0022	***
Dsesso_1	-0,0213066	0,178120	-0,1196	0,9048	
Statistiche basate sui dati trasformati:					
Somma quadr. residui	7476,305	E.S. della regressione	2,762043		
$R^2$	0,095495	$R^2$ corretto	0,091803		
$F(4, 980)$	25,86631	P-value( $F$ )	2,09e-20		
Log-verosimiglianza	-2395,879	Criterio di Akaike	4801,758		
Criterio di Schwarz	4826,222	Hannan-Quinn	4811,063		
Statistiche basate sui dati originali:					
Media var. dipendente	0,221524	SQM var. dipendente	0,239451		
Somma quadr. residui	65,08057	E.S. della regressione	0,257699		

La tabella 4.10 rappresenta il modello logit formato da una variabile dipendente, rappresentante la percentuale di investimento in titoli rischiosi e una serie di variabili esplicative quali i tre indicatori MIFID (conoscenza, esperienza e propensione al rischio) più una variabile categorica rappresentante il sesso. Dalla regressione si può notare come solamente le variabili conoscenza e propensione al rischio risultano significative. Inoltre osservando i coefficienti del modello di tali variabili, si può notare come essi risultino positivi. Questo sta ad indicare che una variazione delle variabili conoscenza e propensione al rischio porta ad una variazione positiva della variabile dipendente, in questo caso rappresentata dalla percentuale di investimento in titoli rischiosi. Questo in pratica si può tradurre nel fatto che i soggetti con esperienza e propensione al rischio alto investiranno maggiormente in titoli rischiosi. Inoltre il coefficiente R quadro basso indica che il modello, proprio come quello per i titoli non rischiosi, non riesce a spiegare in maniera adeguata la variabile dipendente con queste variabili.

---

## CONCLUSIONI

---

L'obiettivo di questo elaborato è stato quello di analizzare la relazione che intercorre tra la profilatura della clientela, prevista dalla direttiva MIFID<sup>18</sup>, ed il relativo portafoglio d'investimento della clientela appartenente ad una banca di credito cooperativa veneta. Per fare questo innanzitutto si è presentata una panoramica sulle norme europee e nazionali che regolano la disciplina dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei mercati finanziari regolamentati. Si è visto che essenzialmente il tutto si può riassumere attraverso la direttiva 2004/39/CE c.d. MIFID ed un insieme di misure di esecuzione, definite di "livello 2", dove vengono previste una serie di norme di comportamento per gli intermediari finanziari in tema di tutela e salvaguardia della clientela.

La profilatura del cliente è una procedura alla quale tutti gli intermediari finanziari dal 2007 sono chiamati ad attuare, per acquisire tutta una serie di nozioni informative inerenti la clientela. Essa è necessaria soprattutto per individuare gli obblighi informativi da assolvere, le forme di tutela da attuare (test di adeguatezza o appropriatezza) e i servizi di investimento da proporre osservando i possibili conflitti di interessi verso i quali queste categorie di clientela potrebbero incorrere. Il Questionario MIFID assolve la funzione di raccogliere e documentare le informazioni ottenute o fornite dal cliente all'impresa di investimento. Il profilo finanziario che risulta dalla compilazione delle domande, andrà aggiornato ogni volta che le informazioni ottenute da parte degli intermediari finanziari non risulteranno più attuali rispetto agli effettivi bisogni del cliente. In ogni ca-

---

<sup>18</sup> Ottenuta attraverso il cosiddetto questionario MIFID.

so il questionario deve essere riproposto ogni tre anni. Inoltre si è visto che tale questionario deve essere composto da almeno 3 sezioni [23]:

1. Esperienza e conoscenza in materia di investimento riguardo il tipo specifico di prodotto o servizio finanziario;
2. Situazione finanziaria;
3. Obiettivi d'investimento.

Si è osservato inoltre che a tale riguardo non mancano i commenti e le criticità di molte autorità nazionali ed europee, dovad esempio la la CONSOB ha affermato che ci sono ancora numerosi margini di miglioramento in tema di questionari MIFID per la profilatura della clientela. Le migliorie devono riguardare soprattutto le sezioni dei singoli questionari, ma anche la struttura, il layouting ed il loro profilo linguistico-testuale. Mettendo in luce anche come le teorie classiche della finanza oramai non sono più sufficienti a garantire una corretta profilatura della clientela, in quanto la finanza comportamentale ha dimostrato più volte come i comportamenti soggettivi e cognitivi degli individui possano influenzare le scelte d'investimento. E' fondamentale che in fase di profilatura della clientela gli intermediari finanziari cerchino di considerare e studiare questi fattori, creando un meccanismo di profilatura attraverso il questionario MIFID che comprenda sia concetti inerenti la finanza classica che quella comportamentale.

Conclusa la parte relativa il quadro normativo di riferimento e del questionario MIFID, si è andato a compiere un lavoro di data analyst, dove essenzialmente si creato il dataset, relativo ai clienti della BCC, composto da 2668 unità statistiche, 22 variabili e riferito a periodi semestrali che vanno dal 2011 al 2014. Essenzialmente l'analisi della relazione tra la profilatura della clientela ed il portafoglio d'investimento può essere riassunta in 3 punti essenziali:

1. *Dinamica temporale degli indicatori MIFID*: si può affermare che per quanto riguarda la conoscenza ed esperienza in materia d'investimento, si regi-

stra un incremento complessivo negli anni rispettivamente del 22.85% e del 21.36%, facendo intuire che con il passare del tempo i clienti aumentano la propria consapevolezza e maturità in tema d' investimenti. Per quanto riguarda invece la propensione al rischio si è osservato che, negli anni di riferimento, tale indicatore non è cambiato in maniera significativa. Infatti la percentuale degli individui che negli anni non hanno cambiato categoria è pari al 90,16%;

2. *Analisi composizione del portafoglio*: si è cercato di capire la composizione del portafoglio d'investimento dei soggetti, in base al proprio livello di conoscenza, esperienza e propensione al rischio. Per quanto riguarda la composizione del portafoglio in relazione alla conoscenza, si può affermare che, come ci si aspettava, il livello di conoscenza influisce sulle dinamiche e sulla composizione del portafoglio. Per quanto riguarda le obbligazioni della BCC si è osservato che più la conoscenza aumenta e meno i clienti investono in termini percentuali in tale titoli. Mentre al contrario per le classi di titoli, considerate più rischiose, l'aumentare della conoscenza incide sull'aumento della loro quota nel portafoglio. Per quanto riguarda la composizione del portafoglio in relazione all'esperienza, si può concludere affermando che, proprio come ci si aspettava, il livello di esperienza tende ad influire sulle dinamiche e sulla composizione del portafoglio. Anche in questo caso si è osservato che più l'esperienza aumenta e meno i clienti investono in termini percentuali nelle obbligazioni della BCC, mentre al contrario per titoli considerati più rischiosi, all'aumentare dell'esperienza aumenta anche l'incidenza nel portafoglio di tali voci<sup>19</sup>.
3. *Matrici delle correlazioni*: dove si sono andate ad analizzare due matrici<sup>20</sup> di correlazione di Spearman con i relativi p-value, media e deviazione

---

<sup>19</sup>Anche in questo caso il concetto è osservabile molto bene attraverso le percentuali di influenza delle azioni.

<sup>20</sup>Una per ogni periodo di riferimento.



standard delle variabili che compongono il portafoglio d'investimento e gli indicatori MIFID utilizzati. Un aspetto che accomuna entrambe le tabelle è il fatto che la classe di titoli che presentano la media più alta sono le obbligazioni della BCC. Inoltre si nota che, proprio come osservato attraverso l'analisi della dinamica temporale degli indicatori, tra il primo ed il secondo periodo gli investitori abbiano aumentato in media il proprio livello di conoscenza ed esperienza in ambito finanziario. Per quanto riguarda le correlazioni, si registra una correlazione significativamente positiva tra gli indicatori MIFID. Questo sta ad indicare che all'aumentare ad esempio del livello di conoscenza, aumenta anche il livello di esperienza.

4. *Stima del modello Logistico*: si sono stimati due modelli di regressione logistica. In tali modelli si è valutata la relazione tra una variabile dipendente, rispettivamente rappresentata dalla quota d'investimento in titoli non rischiosi e rischiosi, e le variabili conoscenza, esperienza, propensione al rischio e sesso degli investitori (variabile di controllo). Per quanto riguarda il modello riferito agli investimenti non rischiosi, si è osservato che solamente le variabili conoscenza e propensione al rischio risultano statisticamente significative. Inoltre osservando i coefficienti del modello, si può notare come essi risultino negativi. Questo sta ad indicare che una variazione delle variabili conoscenza e propensione al rischio porta ad una variazione negativa della variabile dipendente. Per quanto riguarda il modello di regressione riferito agli investimenti rischiosi, anche qui si è osservato che solamente le variabili conoscenza e propensione al rischio risultino statisticamente significative con segno positivo. Questo sta ad indicare che una variazione positiva delle variabili conoscenza e propensione al rischio porta ad una variazione positiva della variabile dipendente.

---

## BIBLIOGRAFIA

---

- [1] Alemanni B., Brighetti G., Lucarelli C., *Decisioni di investimento, assicurative e previdenziali: tra finanza e psicologia*, Il Mulino, 2012
- [2] Alvaro S., Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, CONSOB, aprile 2013
- [3] Amorosino S., Alpa G., Troiano V., Sepe M., Conte G., Pellegrini M., Antonucci A., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, CEDAM, 201
- [4] Borsa italiana, *Finanza comportamentale. Un approccio alternativo per risparmio e investimenti*, Brown Editore, 2010
- [5] CONSOB, *Regolamento intermediari. Il nuovo regolamento intermediari tra disciplina comunitaria e scelte nazionali*, CONSOB divisione intermediari, 20 luglio 2007
- [6] CONSOB, *Report on financial investments of Italian house holds. Behavioural attitudes and approaches*, CONSOB, 07/2015
- [7] CONSOB *I servizi e le attività di investimento. Alcune nozioni*, CONSOB, 2007
- [8] Consultation paper, *Guidelines on certain aspect of the MIFID suitability requirements*, ESMA, Dicembre 2011
- [9] De Palma A., Picard, N., *"Evaluation of MiFID Questionnaires in France. Study for the AMF"*, [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org), 2010

- [10] De Poli M., *La nuova normativa Mifid. Saggi e Monografie di diritto dell'economia. Collana diretta da Francesco Capriglione*, CEDAM, 2009
- [11] Desmatron, *Teoria dei grafi*, 10/2004
- [12] Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, 1970
- [13] ESMA, *Orientamenti. Politiche e prassi retributive (MiFID)*, European Securities and Markets Authority, 2013
- [14] Farsagli S., Tracò S., *Le esperienze di educazione finanziaria. Indagine sulla realtà italiana nel contesto internazionale. Edizione 2011*, Consorzio PattiChiari, 2011
- [15] Gentile M., Soccorso P., Linciano N., *Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches*, Divisione Studi Ufficio Studi Economici, 2015
- [16] Gruppo MontePaschi, *Guida MIFID. Innovazioni e conferme nel rapporto fra banca e cliente nello svolgimento dei servizi di investimento.*, 07/2013
- [17] Federal Reserve Board, Hogarth M., *Financial Education and Economic Development*, Paper prepared for Improving Financial Literacy International Conference hosted by the Russian G8 Presidency in Cooperation with the OECD, 2006
- [18] Haliassos M., Jansson T., Karabulut Y., *Incompatible European Partners? Cultural Predispositions and Household Financial Behavior*, Rotterdam School of Management. Erasmus University (RSM), 2015
- [19] Hilgert A., Hogarth M., *Household Financial Management: The Connection between Knowledge and Behavior*, 2002

- [20] Hogarth M., Beverly G., Hilgert A., *Patterns of Financial Behaviors: Implications for Community Educators and Policy Makers*, Discussion Draft. Federal Reserve System Community Affairs Research Conference, 2003
- [21] Il Sole 24 ore *Capire i mercati finanziari. Vol. 1, 2, 3, 4, 5, 6*, Il Sole 24 ore, 2005
- [22] Kahneman D., Tversky A., *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 1979)
- [23] Linciano N., P. Soccorso, *Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire*, CONSOB, 4 luglio 2012
- [24] Linciano N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, CONSOB, 2010
- [25] Marinelli N., Mazzoli C. *An insight into the suitability practice: the standard questionnaire dilemma*, Università di Roma La Sapienza, 2010
- [26] Marzano F., *Economia della crescita. Dalla teoria classica alle controversie fra contemporanei*, Mondadori Università, 2008
- [27] Palma A., Picard N., *Evaluation of MiFID questionnaires in France. Study for the Autorité des Marchés Financiers*, Autorité des marchés financiers, 11/2012
- [28] Piras L., *Dalla finanza classica a quella comportamentale*, Giuffrè, 01/2005
- [29] Poletti G., *Grafi e strutture. Appunti di teoria dei Grafi*, Università degli studi di Ferrara, 2011
- [30] Rigoni U., *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Giappichelli, Torino, 2006.
- [31] Ruohonen K., *Graph theory*, Keijo Ruohonen, 2013

- [32] Schwab K., *The Global Competitiveness Report*, World Economic Forum, 2013
- [33] Shiller R., *From Efficient Market Theory to Behavioral Finance*, Cowles Foundation, 2002
- [34] Soccorso P., *La rilevazione della tolleranza al rischio nei questionari MiFID. Le indicazioni della finanza comportamentale*, Consob, Ufficio Studi Economici, 2015
- [35] Soliani L. *Fondamenti di statistica applicata all'analisi e alla gestione dell'ambiente.*, Università di Parma, 2011
- [36] Slovic P., *The Perception of Risk: Risk, Society, and Policy Series*, Earthscan Publications Ltd, 2000
- [37] Szep D., *Mifid: Markets in Financial Instruments Directives*, Lambert Academic Publishing, 2011
- [38] Thaler R. (1985), *Mental Accounting and Consumer Choice*, Marketing Science, 1985
- [39] The European Journal of Finance, *Individual Investors' Risk Profile Under Financial Advisory: The Case of Clients of a Private Bank*, Routledge, 2009
- [40] Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., *Financial literacy and stock market participation*, Working paper, National bureau of economic research, 2007

---

## SITOGRAFIA E FONTI NORMATIVE

---

- [41] CONSOB, *I servizi di investimento in generale*, [http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/servizi/servizi\\_consob/servizi1.html](http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/servizi/servizi_consob/servizi1.html)
- [42] Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52"<sup>1</sup>
- [43] Delibera CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007
- [44] Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio
- [45] Silano S., *Cosa bisogna sapere sul Questionario MiFID*, <http://www.morningstar.it/it/news/76783/cosa-bisogna-sapere-sul-questionario-mifid.aspx>, Morningstar, 06/2008
- [46] Unione europea  *Mercati degli strumenti finanziari (MiFID) e servizi d'investimento*, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3A124036e>

- [47] Andrea Monticini A., Vaciago G.,  *Mercati sempre efficienti (prima o poi)*, Isole24ore, 2011

# APPENDICE A

---

## QUESTIONARIO MI\_FT\_N

---

In questa sezione si è ritenuto doveroso inserire il questionario esattamente come la banca di credito cooperativo lo somministra alla propria clientela per adempiere agli obblighi previsti dalla MIFID, dalla legislazione nazionale e più in generale dal quadro normativo trattato nel Capitolo 1. Il questionario è diviso in 4 sezioni :

1. SEZIONE 1 - CONOSCENZA IN MATERIA D'INVESTIMENTO;
2. SEZIONE 2 - ESPERIENZE IN MATERIA DI INVESTIMENTO;
3. SEZIONE 3 - SITUAZIONE FINANZIARIA;
4. SEZIONE 4 - OBIETTIVI D'INVESTIMENTO.

Per ogni sezione sono previste delle domande mirate volte ad ottenere determinate informazioni del cliente. La BCC seguendo le linee guida fatte dalla Federazione Trentina, proprio come già affermato nel Capitolo 3 ha accorpato le sezioni inerenti la situazione finanziaria e gli obiettivi d'investimento, creando così un indicatore che sia in grado di unificare queste due tipo di informazioni. In questo contesto si è andato a creare così una nuova sezione che prenderà il nome di PROPENSIONE AL RISCHIO. Tale propensione, definita come alta, media e bassa, viene elaborata attraverso le domande del questionario inerenti le sezioni 3 e 4 che comprendono informazioni inerenti la provenienza e consistenza del



---

reddito, sull'ammontare del patrimonio finanziario, sulla percentuale di reddito da investire, sull'obiettivo d'investimento, ma anche di alcune domande mirate a capire la propensione/ avversione al rischio.

---

## 1. SEZIONE 1 - CONOSCENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

### a) Qual è la sua conoscenza in materia d'investimenti?

- 1 Limitata
- 2 Media
- 3 Buona
- 4 Elevata

### b) Quali tipi di servizi di investimento conosce?

- 1 Nessuno
- 2 Gestione di portafogli e/o consulenza
- 3 Collocamento
- 4 Collocamento e compravendita
- 5 Collocamento, compravendita e prodotti contro termine

### c) Quali tipi di prodotti finanziari conosce?

- 1 Strumenti del mercato monetario
- 2 Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse
- 3 Fondi comuni di investimento
- 4 Azioni, prodotti assicurativi
- 5 Altri fondi e sicav, obbligazioni strutturate complesse, derivati

### d) Quale è il suo titolo di studi?

- 1 Nessuno
- 2 Licenza elementare
- 3 Licenza media
- 4 Diploma di scuola superiore
- 5 Laurea

## 2. SEZIONE 2 - ESPERIENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

a) **Da quanto tempo investe in obbligazioni non strutturate o non complesse?**

- 1 Nessuna esperienza
- 2 Da 0 a 3 anni
- 3 Da 3 a 10 anni
- 4 Più di 10 anni

b) **Con quale importo?**

- 1 Nessun importo
- 2 Volume < 10.000,00 €
- 3 Volume < 30.000,00 €
- 4 Volume < 50.000,00 €
- 5 Volume < 100.000,00 €
- 6 Volume > 100.000,00 €

c) **Con quale frequenza?**

- 1 Nessuna frequenza
- 2 Annuale/ Semestrale
- 3 Trimestrale
- 4 Mensile
- 5 Settimanale/ Giornaliera

d) **Da quanto tempo investe in azioni, fondi o assicurazioni?**

- 1 Nessuna esperienza
- 2 Da 0 a 3 anni
- 3 Da 3 a 10 anni
- 4 Più di 10 anni

e) **Con quale importo?**

- 1 Nessun importo
- 2 Volume < 10.000,00 €

- 3 Volume < 30.000,00 €
- 4 Volume < 50.000,00 €
- 5 Volume < 100.000,00 €
- 6 Volume > 100.000,00 €

**f) Con quale frequenza?**

- 1 Nessuna frequenza
- 2 Annuale/ Semestrale
- 3 Trimestrale
- 4 Mensile
- 5 Settimanale/ Giornaliera

**g) Da quanto tempo investe in fondi e sicav non europei, obbligazioni complesse e derivati?**

- 1 Nessuna esperienza
- 2 Da 0 a 3 anni
- 3 Da 3 a 10 anni
- 4 Più di 10 anni

**h) Con quale importo?**

- 1 Nessun importo
- 2 Volume < 10.000,00 €
- 3 Volume < 30.000,00 €
- 4 Volume < 50.000,00 €
- 5 Volume < 100.000,00 €
- 6 Volume > 100.000,00 €

**i) Con quale frequenza?**

- 1 Nessuna frequenza
- 2 Annuale/ Semestrale
- 3 Trimestrale

- 4 Mensile
- 5 Settimanale/ Giornaliera

**j) Qual è la sua attuale professione?**

- 1 Libero professionista / lavoratore autonomo
- 2 Quadro direttivo / dirigente
- 3 Impiegato
- 4 Artigiano / commerciante
- 5 Agricoltore
- 6 Operaio
- 7 Pensionato
- 8 Non occupato / studente / casalinga

**k) Lavora o ha lavorato nel campo della finanza?**

- 1 Sì
- 2 No

**3. SEZIONE 3 - SITUAZIONE FINANZIARIA**

**a) Quale è la sua fonte di reddito?**

- 1 Solo reddito da lavoro o pensione
- 2 Reddito da lavoro e da immobili
- 3 Solo da immobili
- 4 Altro

**b) Qual è la consistenza del suo reddito annuo?**

- 1 Reddito < 15.000,00 €
- 2 Reddito < 30.000,00 €
- 3 Reddito < 60.000,00 €
- 4 Reddito > 60.000,00 €

**c) Quale è la consistenza del suo patrimonio?**

- 1 Meno di 200.000,00 €
- 2 Tra 200.000,00 e 500.000,00 €
- 3 Tra 500.000,00 e 1.000.000,00 €
- 4 Tra 1.000.000,00 e 3.000.000,00 €
- 5 Oltre 3.000.000,00 €

**d) A quanto ammonta la sua liquidità e il suo patrimonio finanziario?**

- 1 Meno di 25.000,00 €
- 2 Tra 25.000,00 e 50.000,00 €
- 3 Tra 50.000,00 e 100.000,00 €
- 4 Tra 100.000,00 e 150.000,00 €
- 5 Tra 150.000,00 e 300.000,00 €
- 6 Tra 300.000,00 e 750.000,00 €
- 7 Oltre 750.000,00 €

**e) Quale percentuale dei suoi risparmi intende investire?**

- 1 Nulla
- 2 Meno di 30%
- 3 Dal 30% al 70%
- 4 Più del 70%

**f) A quanto ammontano i suoi debiti a medio-lungo termine?**

- 1 Meno di 30.000,00 €
- 2 Tra 30.000,00 e 50.000,00 €
- 3 Tra 50.000,00 e 80.000,00 €
- 4 Più di 80.000,00 €

#### 4. SEZIONE 4 - OBIETTIVI DI INVESTIMENTO

**a) Per quanto tempo intende conservare i suoi investimenti?**

- 1 Periodo < 1 anno
- 2 Tra 1 e 3 anni

3 Tra 3 e 5 anni

4 Periodo > 5 anni

**b) Quale é la sua reazione ai movimenti di mercato?**

1 Disinvesto immediatamente

2 Mantengo l'investimento

3 Attendo un guadagno di valore

4 Aumento il mio investimento

**c) Quale é la finalità dei suoi investimenti?**

1 Impiego temporaneo di liquidità

2 Proteggere il capitale e ricevere flussi costanti

3 Crescita del capitale nel m/l periodo

4 Crescita significativa del capitale nel m/l periodo

**d) Quanto dipende il suo tenore di vita dai suoi investimenti finanziari?**

1 Non utilizzo i miei redditi finanziari

2 Utilizzo meno del 50% dei miei redditi finanziari

3 Utilizzo più del 50% dei miei redditi finanziari

4 Utilizzo tutti i miei redditi finanziari

## APPENDICE B

---

### VARIABILI PRESENTI NEL DATASET "DATI"

---

In tale sezione si è voluto rappresentare attraverso una tabella il dataset di nome "Dati" creato dall'unione dei dati grezzi che la banca di credito cooperativo ha fornito per effettuare l'analisi. Come affermato nel Capitolo 3 sezione 3.2 tale dataset è composto da 64516 osservazioni e 52 variabili. L'elenco delle variabili contenute in "Dati" è il seguente:



Tabella B.1: Indicazioni sulle variabile del dataset Dati

N.	Nome Variabili	Contenuto variabile
1	Data di riferimento	Data del periodo di riferimento dell'estrazione.
2	Cag.intestatarario	Valore identificativo di ogni cliente
3	filiale	Numero che identifica la filiale nel quale è stato sottoposto il questionario
4	tot.val.mercato	Totale valore di mercato del portafoglio
5	tot.val.carico	Totale valore dei titoli in base alla quotazione della data di riferimento
6	saldo.cc	Saldo in c/c
7	C.A.G..questionario	Valore identificativo di ogni questionario. Uguale a Cag.intestatarario
8	Data.questionario	Data di compilazione del questionario
9	Ora.questionario	Ora di compilazione del questionario
10	conoscenza	Indicatore MIFID inerente la conoscenza in materi d'investimento
11	esperienza	Indicatore MIFID inerente l'esperienza in materia d'investimento
12	prop.rischio	Indicatore MIFID inerente la propensione al rischio
13	ctv.po	Importo investito in Obbligazioni della bcc che ha fornito i dati
14	ctv.obbl	Importo investito in altre obbligazioni diverse da quelle della bcc
15	ctv.tit.stato	Importo investito in titoli di stato
16	ctv.azioni	Importo investito in azioni
17	ctv.fondi.sicav	Importo investito in in fondi e sicav
18	ctv.polizze.ass	Importo investito in polizza assicurative
19	ctv.derivati	Importo investito in in titoli derivati
20	ctv.pct	Importo investito in contratti pronti conto termine
21	ctv.cd	Importo investito in Certificati di deposito
22	ctv.altro	Importo investito in titoli diversi da quello sopra definiti
23	mono.prod	Non si conoscono informazioni inerenti tale variabile
24	Senza.P.O...S.N.	Non si conoscono informazioni inerenti tale variabile
25	Key.questionario	Codice che identifica il tipo di questionario
26	Questionario	Tipo di questionario compilato
27	Key.risposte	Codice che identifica le chiave di risposta al questionario
28	D1	Risposte al questionario inerenti alle conoscenze
..	..	in materia di investimenti. In totale sono 4 domande
31	D4	le quali sono rappresentate rispettivamente dalla variabili che vanno dalla D1 alla D4
32	D5	Risposte al questionario inerenti all'esperienza
..	..	in materia di investimenti. In totale sono 11 domande
42	D15	le quali sono rappresentate rispettivamente dalle variabile che vanno dalla D5 alla D15
43	D16	Risposte al questionario inerenti alla situazione
..	..	finanziari degli individui. In totale sono 6 domande
48	D21	le quali sono rappresentate rispettivamente dalle variabili che vanno dalla D16 alla D21
49	D22	Risposte al questionario inerenti agli obiettivi
..	..	d'investimento degli individui. In totale sono 4 domande
52	D25	le quali sono rappresentate rispettivamente dalle variabili che vanno dalla D22 alla D25
53	sex	Variabile contenente il sesso dei clienti

Tabella B.2: Indicazioni sulle variabile del dataset Dati

Var. in "Dati"	Var. originali	Contenuto variabili
V1	ID questionario	Variabile che indica quale questionario è il primo e quale il secondo. Tale variabile è di tipo numerico ed è una successione di 1 e 2 in base al tipo di questionario. Il numero 1 indica che si tratta del questionario 1, il numero 2 indica che si tratta del questionario 2.
V2	Cag. intestatario	Valore identificativo di ogni cliente. L'ID è rappresentato da un numero. Variabile di tipo numerico.
V3	ID anno	Variabile che identifica l'anno di compilazione, è di tipo numerico. Tale variabile è composta dalle ultime due cifre dell'anno di compilazione del questionario.
V4	tot. val.mercato	Totale valore di mercato del portafoglio in €. Variabile di tipo numerico.
V5	Data. questionario	Data di compilazione del questionario. Variabile di tipo carattere.
V6	ID periodo	Variabile di tipo numerico. Va da 1 a 8, identifica il periodo di compilazione del questionario. 1 rappresenta il I periodo, 2 il II periodo e così via fino al numero 8 che rappresenta VIII periodo.
V10	conoscenza	Indicatore MIFID inerente la conoscenza in materi d'investimento. Variabile di tipo numerico, va da 1 a 8. 1 rappresenta conoscenza estremamente bassa, 8 rappresenta conoscenza alta in materia d'investimenti.
V11	esperienza	Indicatore MIFID inerente l'esperienza in materia d'investimento. Variabile di tipo numerico, va da 1 a 3. 1 rappresenta esperienza bassa e 3 rappresenta esperienza alta in materia d'investimenti.
V12	prop.rischio	Indicatore MIFID inerente la propensione al rischio. Variabile di tipo numerico, va da 1 a 3. 1 rappresenta una propensione al rischio bassa, 3 rappresenta una propensione al rischio alta.
V13	ctv.po	Importo in € investito in Obbligazioni della bcc che ha fornito i dati. Variabile di tipo numerico.
V14	ctv.obbl	Importo in € investito in altre obbligazioni diverse da quelle della bcc. Variabile di tipo numerico.
V15	ctv.tit.stato	Importo in € investito in titoli di stato. Variabile di tipo numerico.
V16	ctv.azioni	Importo investito in € in azioni. Variabile di tipo numerico.
V17	ctv.fondi.sicav	Importo investito in € in fondi e sicav. Variabile di tipo numerico.
V18	ctv.polizze.ass	Importo investito in € in polizza assicurative. Variabile di tipo numerico.
V19	ctv.derivati	Importo investito in € in titoli derivati. Variabile di tipo numerico.
V20	ctv.pct	Importo investito in € in contratti pronti conto termine. Variabile di tipo numerico.
V21	ctv.cd	Importo investito in € in Certificati di deposito. Variabile di tipo numerico.
V22	ctv.altro	Importo investito in € in titoli diversi da quello sopra definiti. Variabile di tipo numerico.
V23	sex	Variabile contenente il sesso dei clienti