

Discussion papers

Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza

Follow up dello studio del 2012
su un campione di intermediari italiani

F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

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

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Paola Maione

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tipografia Eurosia s.r.l. (Roma)

www.tipografiaeurosia.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-3098 (online)

ISSN 2281-1990 (stampa)

Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza

Follow up dello studio del 2012
su un campione di intermediari italiani

F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso (*)

Sintesi del lavoro

La profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza rappresenta uno degli strumenti più rilevanti per la tutela dell'investitore che decida di avvalersi del servizio di consulenza finanziaria per gli investimenti e del servizio di gestione del portafoglio. Il quadro normativo in materia si è evoluto nel corso del tempo beneficiando anche dell'esperienza applicativa e fornendo indicazioni per definire struttura e contenuti dei cosiddetti questionari MiFID. Il presente studio riprende l'analisi dei format utilizzati dagli intermediari italiani condotta da CONSOB nel 2012 e la estende agli algoritmi usati per la profilazione dei clienti. Il documento approfondisce, inoltre, il tema della rilevazione delle preferenze di sostenibilità richiesta dai più recenti interventi del legislatore comunitario, raccogliendo i suggerimenti rinvenuti dalla letteratura e tracciando una ricognizione dei questionari utilizzati nella fase che precede tali interventi. Rispetto al 2012 la qualità dei questionari è in media più elevata, in termini sia di completezza dei contenuti sia di chiarezza della struttura sintattica e dei termini utilizzati. Per quanto concerne gli algoritmi utilizzati per l'attribuzione dei profili ai clienti, è stata riscontrata una crescente attenzione verso l'utilizzo di metriche tali da contenere i rischi di orientamenti opportunistici delle profilazioni, non allineate alle caratteristiche

JEL Classifications: D14, D81, D91, G11, G41, G5

Keywords: MiFID II, valutazione di adeguatezza, questionario di profilazione, tolleranza al rischio, preferenze di sostenibilità.

(*) Francesco Adria, CONSOB Divisione Intermediari; Nadia Linciano, CONSOB Divisione Studi; Francesco Quaranta, CONSOB Divisione Intermediari; Paola Soccorso, CONSOB Divisione Studi.

Si ringraziano Giulia Rizzo per il supporto all'analisi dei questionari e un anonimo *referee* per i preziosi commenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi Vertici.

effettive della clientela. Permangono, tuttavia, margini di miglioramento, relativi sia alla struttura dei questionari sia agli algoritmi utilizzati per la profilazione. Per quanto riguarda il primo aspetto si ricorda, tra gli altri, la permanenza di domande per la rilevazione delle conoscenze finanziarie basate sull'auto-valutazione. Con riferimento al secondo aspetto, si menzionano l'assegnazione di punteggi non adeguatamente differenziati per tipo di domanda e rilevanza della variabile da investigare; la mancata valorizzazione di talune informazioni raccolte in sede di somministrazione del questionario; l'ampiezza dei controlli di coerenza interna delle informazioni raccolte e delle verifiche rispetto al più ampio set informativo a disposizione dell'intermediario.

Customer profiling for suitability assessment

A follow up survey on a sample of Italian intermediaries

F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso (*)

Abstract

Suitability assessment is one of the most important tools for protecting investors who ask for financial advice or portfolio management services. The regulatory framework has evolved over time, also benefiting from experience and providing indications for defining the structure and content of the so-called MiFID questionnaires. Building on the methodological approach used in 2012 for the evaluation of the questionnaires employed by Italian intermediaries, the present study updates the evaluation of the formats and integrates the analysis of the algorithms used for client profiling. In addition, the paper reviews the literature on the drivers of the sustainability preferences that the most recent interventions of the EU legislator require and examines questionnaires used before the introduction of such requirements. Compared to 2012, the quality of the questionnaires is on average higher, in terms of both completeness of content and clarity of the syntactic structure and wording. With regard to the algorithms used to attribute profiles to customers, the use of metrics limiting the risks of opportunistic or biased profiling seems to be widespread. Nevertheless, the analysis highlights room for improvement with respect to both to the structure of the questionnaires and the algorithms. As for the former, mention should be made, among others, of the use of self-assessment of financial knowledge. As for the latter, the main issues concern the scoring system, the relevance assigned to certain information, and the breadth of consistency checks of the information available.

JEL Classifications: D14, D81, D91, G11, G41, G5

Keywords: MiFID II, suitability test, suitability questionnaire, risk tolerance, preferences for sustainability.

(*) Francesco Adria, CONSOB Intermediaries Division; Nadia Linciano, CONSOB Research Division; Francesco Quaranta, CONSOB Intermediaries Division; Paola Soccorso, CONSOB Research Division.

We wish to thank Giulia Rizzo for her contribution to the analysis of the questionnaires and an anonymous referee for their useful comments. The authors are responsible for any errors and the opinions expressed in this paper are those of the authors and do not necessarily reflect CONSOB views.

Sommario

1	Introduzione	7
2	Evoluzione del contesto normativo di riferimento	9
2.1	La MiFID II e il Regolamento delegato (UE) 2021/1253	9
2.2	Gli Orientamenti ESMA del 2018 e del 2022	12
3	Metodologia di analisi dei questionari per la profilazione della clientela	15
4	Principali evidenze dall'analisi dei questionari utilizzati dagli intermediari italiani	21
4.1	Contenuti	22
4.2	Impostazione grafica	29
4.3	Struttura	29
4.4	Algoritmi di profilazione	31
4.5	Sviluppo dei questionari e procedure di somministrazione e di aggiornamento dei profili	37
5	Conclusioni	38
	Riferimenti bibliografici	40

1 Introduzione

La profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza, così come definita nel quadro normativo europeo, rappresenta uno degli strumenti più rilevanti per la tutela dell'investitore che decida di avvalersi del servizio di consulenza finanziaria per gli investimenti e del servizio di gestione del portafoglio. Nel favorire scelte d'investimento in linea con il profilo dell'individuo, valutato con riguardo a una molteplicità di aspetti, la valutazione di adeguatezza concorre ad alimentare la fiducia negli operatori finanziari e, a livello aggregato, ad assicurare l'efficienza dei mercati.

Il legislatore comunitario ha disciplinato la valutazione di adeguatezza fin dal 2004, con la *Markets in financial instruments directive* (2004/39/EC, cosiddetta MiFID). Nel 2012 la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ha pubblicato le proprie linee guida in materia (Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID, di seguito anche Orientamenti ESMA 2012). Le regole per la valutazione di adeguatezza sono state ulteriormente valorizzate dalla direttiva 2014/65/EU (cosiddetta MiFID II) che, assieme al regolamento EU n. 600/2014 (cosiddetto MiFIR), ha reso ancor più centrale l'accurata conoscenza della propria clientela da parte degli intermediari anche ai fini dell'efficacia dei nuovi presidi di *product governance* e di definizione del *target market* da parte del distributore.

Le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari hanno conseguentemente dedicato particolare attenzione allo strumento di rilevazione delle informazioni sul cliente utile ai fini della valutazione di adeguatezza, che si sostanzia in via di assoluta prevalenza nel cosiddetto questionario MiFID.

Nel 2012 la CONSOB ha condotto uno studio su 20 questionari somministrati ai propri clienti da un campione rappresentativo di intermediari italiani, concentrandosi sulla rilevazione della tolleranza al rischio e seguendo anche le indicazioni della finanza comportamentale e della psicomètria (Linciano e Soccorso, 2012). Indagini simili venivano condotte anche dalle Autorità di altri paesi europei (Francia e Regno Unito *in primis*¹). Le analisi lasciavano trasparire, in generale, ampi margini di miglioramento degli strumenti di rilevazione delle caratteristiche della clientela utilizzati dagli intermediari.

Anche in esito alle suddette indagini e sulla scorta delle esperienze applicative maturate in ambito domestico nonché alla luce del nuovo contesto normativo tracciato dalla MiFID II, il 28 maggio 2018 l'ESMA ha adottato gli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II (in seguito anche Orientamenti ESMA 2018), a cui la CONSOB si è conformata².

Successivamente, al fine di integrare i profili di sostenibilità (cosiddetti profili ESG dall'inglese *Environmental, Social e Governance*) nei servizi d'investimento, sono state apportate modifiche alle disposizioni di attuazione della MiFID II, con particolare

1 Si vedano De Palma e Picard (2010) e FSA (2011).

2 L'Istituto si è conformato in adempimento del paragrafo 3 dell'articolo 16 del Regolamento n. 1095/2010/EU (cosiddetto Regolamento ESMA).

riguardo alla valutazione di adeguatezza, tramite il Regolamento (UE) 2021/1253, direttamente applicabile negli Stati membri dell'Unione dal 2 agosto 2022.

Allo scopo di allineare gli Orientamenti vigenti alle descritte novità normative e all'esperienza applicativa, nel febbraio 2022 l'ESMA ha avviato una consultazione pubblica funzionale alla revisione dei propri Orientamenti in tema di adeguatezza, che si è conclusa il 27 aprile scorso. I nuovi Orientamenti sono stati pubblicati il successivo 23 settembre.

Nel decennio trascorso dall'esecuzione della citata indagine della CONSOB, gli intermediari, anche alla luce delle intervenute modifiche normative e delle indicazioni delle Autorità, hanno provveduto a rivedere progressivamente struttura e contenuti dei questionari, talora servendosi dei contributi di società esterne. Facendo seguito alla ricognizione del 2012, è di interesse approfondire le caratteristiche dei questionari attualmente in uso.

Il presente studio riprende, dunque, l'analisi del 2012, proponendo un esame dei format utilizzati da un campione di intermediari italiani anzitutto rispetto alla normativa di riferimento e agli orientamenti dell'Autorità europea e poi rispetto alle buone prassi relative a strutturazione e somministrazione di questionari che possono desumersi da discipline quali statistica, psicomètria e finanza comportamentale. Il lavoro estende inoltre lo studio del 2012 in due direzioni. In primo luogo, amplia il perimetro dell'analisi alle domande volte a rilevare le preferenze di sostenibilità dei clienti; a tal proposito si precisa che il documento non intende individuare un modello specifico per la rilevazione delle cosiddette preferenze ESG, quanto piuttosto offrire una ricognizione dei suggerimenti rinvenuti dalla letteratura sul tema³. In secondo luogo, dedica particolare attenzione anche agli algoritmi usati dagli intermediari per elaborare le informazioni raccolte tramite i questionari e attribuire un profilo finanziario al cliente.

Le evidenze raccolte consentono di concludere che rispetto al 2012 la qualità degli strumenti di rilevazione utilizzati dagli intermediari per la valutazione di adeguatezza è in media più elevata, in termini sia di completezza dei contenuti sia di chiarezza della struttura sintattica e dei termini utilizzati. Tali caratteristiche si accompagnano a una maggiore leggibilità e comprensibilità dei questionari.

Per quanto concerne gli algoritmi utilizzati per l'attribuzione dei profili ai clienti, è stata riscontrata, anche per effetto dell'attività di vigilanza condotta dalla CONSOB, una crescente attenzione verso l'utilizzo di metriche tali da contenere i rischi di orientamenti opportunistici delle profilazioni, non allineate alle caratteristiche effettive della clientela.

Nel contesto descritto, permangono, tuttavia, margini di miglioramento, relativi sia alla struttura dei questionari sia agli algoritmi utilizzati per la profilazione. Per quanto riguarda il primo aspetto si ricorda, tra gli altri, la permanenza di domande per la rilevazione delle conoscenze finanziarie basate sull'auto-valutazione. Con

3 Il perimetro delle analisi alla base del lavoro, pur prendendo in considerazione le eventuali domande volte a sondare le preferenze dei clienti sulle tematiche ESG, non risulta specificamente incentrato su tale tematica anche perché il quadro normativo non era ancora pienamente definito alla data di avvio della presente ricognizione.

riferimento al secondo aspetto, si menzionano l'assegnazione di punteggi non adeguatamente differenziati per tipo di domanda e rilevanza della variabile da investigare; la mancata valorizzazione di talune informazioni raccolte in sede di somministrazione del questionario; l'ampiezza dei controlli di coerenza interna delle informazioni raccolte e delle verifiche rispetto al più ampio set informativo a disposizione dell'intermediario.

Il lavoro si compone come segue. Il capitolo 2 offre una panoramica dell'evoluzione del contesto normativo di riferimento che si è configurata dopo la pubblicazione degli Orientamenti ESMA 2012. Il capitolo 3 illustra la metodologia alla base dell'analisi fondata su un approccio che tiene conto, tra l'altro, dell'ampia letteratura illustrata in Linciano e Soccorso (2012). Il capitolo 4 espone le principali evidenze dell'analisi condotta su un campione di questionari utilizzati dagli intermediari italiani. Il capitolo 5 conclude.

2 Evoluzione del contesto normativo di riferimento

2.1 La MiFID II e il Regolamento delegato (UE) 2017/565

La MiFID II ha confermato l'impostazione e le principali disposizioni della MiFID in materia di profilazione della clientela, integrando le medesime con talune previsioni di maggior dettaglio volte a rafforzare ulteriormente la tutela degli investitori.

In particolare, l'articolo 25, par. 2 della MiFID II, nel replicare il testo dell'articolo 19, par. 4 della MiFID specifica che, tra le caratteristiche del cliente di cui l'intermediario deve tenere conto ai fini della valutazione di adeguatezza, la situazione finanziaria ricomprende la capacità di sostenere le perdite e gli obiettivi di investimento includono la tolleranza al rischio⁴.

Le disposizioni di attuazione del menzionato livello 1 – previste dagli artt. 54 e 55 del Regolamento delegato (UE) 2017/565⁵ (Regolamento delegato della MiFID II) – oltre a confermare il contenuto delle corrispondenti misure di esecuzione della MiFID (di cui agli artt. 35 e 37 della Direttiva 2006/73/CE), contengono talune prescrizioni aggiuntive. Al riguardo, si evidenzia che tali nuove norme di livello 2 risultano di contenuta innovazione, derivando, in larga parte, dalla scelta del legislatore europeo di elevare a rango di regolamentazione secondaria alcune delle indicazioni contenute nei

4 La citata norma prevede infatti che «quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite». Inoltre, il par. 6 del citato articolo 25 stabilisce l'ulteriore obbligo, in capo agli intermediari che prestano il servizio di consulenza, di fornire «ai clienti su supporto durevole, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio» (cosiddetto 'suitability report').

5 Il Regolamento delegato è stato adottato dalla Commissione europea in data 25 aprile 2016 e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 31 marzo 2017.

citati Orientamenti dell'ESMA del 2012, soprattutto in merito alla profilazione dei clienti⁶.

Come anticipato, a completare il quadro normativo di riferimento è intervenuto il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione europea del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento (Riquadro 1).

Riquadro 1

La preferenza del cliente verso la sostenibilità

In attuazione del Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile pubblicato dalla Commissione europea nel marzo 2018⁷, il Regolamento delegato (UE) 2021/1253, applicabile a decorrere dal 2 agosto 2022, ha evidenziato la necessità che le imprese di investimento acquisiscano informazioni sulle preferenze di sostenibilità individuali dei clienti e tengano conto di tali informazioni nel raccomandare prodotti finanziari ad essi adeguati⁸.

In tal senso il Regolamento delegato (UE) 2017/565, così come emendato dal Regolamento delegato (UE) 2021/1253, all'articolo 54, stabilisce che «*Le imprese di investimento ottengono dai clienti o potenziali clienti le informazioni di cui necessitano per comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti e disporre di una base ragionevole per determinare, tenuto conto della natura e della portata del servizio fornito, se la specifica operazione da raccomandare o realizzare nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio [...] a) corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità*»⁹.

- 6 Fanno eccezione, in quanto connotate da un maggior carattere di novità, le disposizioni riguardanti: i) la disciplina dei prodotti equivalenti (in dettaglio, ai sensi del par. 9 «Le imprese di investimento dispongono di appropriate politiche e procedure, dimostrabili, per assicurare di essere in grado di comprendere la natura e le caratteristiche, compresi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti e di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi di investimento o strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente»); ii) la disciplina dei cosiddetti switch (il par. 11 prevede che «Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio che comportano dei cambiamenti negli investimenti, mediante la vendita di uno strumento e l'acquisto di un altro o mediante l'esercizio del diritto di apportare una modifica a uno strumento esistente, le imprese di investimento raccolgono le necessarie informazioni sugli investimenti esistenti del cliente e sui nuovi investimenti raccomandati e effettuano un'analisi dei costi e benefici del cambiamento, in modo tale da essere ragionevolmente in grado di dimostrare che i benefici del cambiamento sono maggiori dei relativi costi»).
- 7 Tra gli obiettivi del Piano vi è quello di riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili per consentire una crescita sostenibile e inclusiva (COM (2018) 97 final).
- 8 Previsioni analoghe sono state introdotte nell'ambito della distribuzione di prodotti assicurativi con specifici emendamenti agli atti delegati della Direttiva 2016/97/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016 (IDD).
- 9 Ulteriori modifiche sono recate all'art. 54 in tema di mappatura del prodotto, reportistica e 'adattamento' delle preferenze del cliente.

Tali «preferenze di sostenibilità» sono definite al punto 7 dell'articolo 2 del citato Regolamento, come la scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari:

- a) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente stabilisce che una quota minima sia investita in investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale come definiti all'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio¹⁰.
- b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente stabilisce che una quota minima sia investita in investimenti sostenibili come definiti all'articolo 2, punto 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (cosiddetto SFDR)¹¹;
- c) uno strumento finanziario che tiene conto dei principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità quando gli elementi qualitativi o quantitativi che dimostrano tale considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente.

L'integrazione dei criteri di sostenibilità nel processo di investimento figura, inoltre, tra le principali innovazioni contenute nei nuovi Orientamenti in materia di adeguatezza, pubblicati dall'ESMA il 23 settembre 2022 (ESMA, 2022). In particolare, si fa riferimento al dovere dell'intermediario di: i) aiutare i clienti a comprendere il concetto di preferenze di sostenibilità e spiegare la differenza tra prodotti con e senza caratteristiche di sostenibilità in modo chiaro ed evitando un linguaggio tecnico; ii) raccogliere informazioni dai clienti sulle loro preferenze in relazione ai diversi tipi di prodotti di investimento sostenibili e sulla misura in cui desiderano investire in questi prodotti; iii) individuare tra i prodotti adeguati a conoscenze ed esperienze, situazione finanziaria e obiettivi del cliente quelli che soddisfano le preferenze in materia di sostenibilità.

10 A tal proposito si rammenta che gli artt. 2(1) e 3 del Regolamento (UE) 2020/852 stabiliscono che, al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento, un'attività economica è considerata ecosostenibile se: a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità degli articoli da 10 a 16; b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità dell'articolo 17; c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18; e d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione.

11 Secondo tale articolo l'«investimento sostenibile» è un «investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali».

2.2 Gli Orientamenti ESMA del 2018 e del 2022

Dall'8 marzo 2019 gli intermediari sottoposti alla vigilanza della CONSOB sono tenuti a rispettare gli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II emanati dall'ESMA nel 2018 (ESMA, 2018)¹².

Tali Orientamenti sostanzialmente confermano nei contenuti gli Orientamenti ESMA del 2012, al contempo ampliandone o chiarendone la portata principalmente per tener conto degli spunti derivanti dagli studi di finanza comportamentale, della progressiva diffusione di servizi di consulenza automatizzata (cosiddetto *robo advice*) e dell'esperienza applicativa nel frattempo maturata dalle Autorità competenti.

Si è ritenuto, inoltre, di integrare i precedenti Orientamenti con riferimento a taluni profili che il documento del 2012 non aveva trattato in dettaglio, come, ad esempio, la comprensione da parte del cliente di concetti finanziari fondamentali, quali il rischio di concentrazione. È stato poi esplicitato che, nel valutare la tolleranza al rischio dei propri clienti, si dovrebbe *«anche tener conto della percezione del rischio da parte del cliente»* e si è invitato, a tal fine, a evitare l'auto-valutazione della tolleranza al rischio, a porre domande esplicite sulle scelte personali dei clienti in caso di incertezza e ad avvalersi di *«grafici, percentuali specifiche o cifre concrete nel chiedere al cliente come reagirebbe qualora il valore del suo portafoglio diminuisse»*. È stata, inoltre, sottolineata l'opportunità di raccogliere informazioni in merito alle preferenze del cliente sui fattori ambientali, sociali e di *governance* (cosiddetti fattori ESG). A tal proposito, ai sensi del par. 28 degli Orientamenti in parola *«L'ESMA ritiene che sia una buona prassi per le imprese valutare gli elementi non finanziari al momento della raccolta delle informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente e [...] raccogliere informazioni in merito alle preferenze del cliente sui fattori ambientali, sociali e di governance»*.

Con riferimento al processo di profilazione, gli Orientamenti in parola prevedono che *«le imprese potrebbero utilizzare i questionari (anche in formato digitale) compilati dai loro clienti o le informazioni raccolte durante le discussioni con questi ultimi»* (par. 24) e *«nell'elaborazione dei questionari volti a raccogliere informazioni sui loro clienti ai fini di una valutazione dell'adeguatezza, le imprese dovrebbero conoscere e valutare i motivi più comuni per cui gli investitori potrebbero non rispondere correttamente ai questionari. In particolare:*

- *si dovrebbe prestare attenzione alla chiarezza, all'eshaustività e alla comprensibilità del questionario, evitando di utilizzare un linguaggio fuorviante, confuso, impreciso ed eccessivamente tecnico;*
- *il formato dovrebbe essere accuratamente elaborato e dovrebbe evitare di orientare le scelte degli investitori (carattere, interlinea, ...);*
- *si dovrebbero evitare le domande a batteria (raccolta di informazioni su una serie di punti attraverso un'unica domanda, in particolare in sede di valutazione delle conoscenze, dell'esperienza e della tolleranza al rischio);*
- *le imprese dovrebbero considerare attentamente l'ordine in cui pongono le domande per raccogliere le informazioni in modo efficace;*

¹² Contestualmente hanno cessato di applicarsi i precedenti Orientamenti emanati nel luglio del 2012.

- *al fine di poter garantire la raccolta delle informazioni necessarie, generalmente i questionari non dovrebbero prevedere la possibilità di non rispondere».*

Gli Orientamenti in parola precisano altresì che «L'adozione, da parte delle imprese, di meccanismi atti a evitare l'autovalutazione e garantire la coerenza delle risposte fornite dal cliente è particolarmente importante per la corretta valutazione delle conoscenze e dell'esperienza del cliente stesso» (par. 30) e che «L'autovalutazione dovrebbe essere controbilanciata da criteri oggettivi, ad esempio:

- *invece di chiedere a un cliente se comprende i concetti di trade off rischio/rendimento e diversificazione del rischio, l'impresa potrebbe presentare alcuni esempi pratici di situazioni che possono concretizzarsi, ad esempio mediante grafici o scenari positivi e negativi;*
- *invece di chiedere a un cliente se ritiene di avere sufficiente esperienza per investire in alcuni prodotti, l'impresa potrebbe chiedergli con quali tipi di prodotti ha familiarità, a quando risale la sua esperienza di negoziazione e qual è la sua frequenza;*
- *invece di chiedere ai clienti se ritengono di disporre di fondi sufficienti per effettuare investimenti, l'impresa potrebbe chiedere loro di fornire informazioni concrete sulla loro situazione finanziaria, ad esempio la fonte di reddito regolare e se esistono passività in essere (prestiti bancari o altri debiti che possono avere un impatto significativo sulla valutazione della capacità del cliente di sostenere finanziariamente eventuali rischi e perdite connesse all'investimento);*
- *invece di chiedere a un cliente se si sente in grado di sostenere un rischio, l'impresa potrebbe chiedere quale livello di perdita il cliente è disposto ad accettare in un determinato periodo di tempo, sia su investimenti individuali sia sull'intero portafoglio» (par 46).*

Con riferimento alla coerenza delle informazioni fornite dai clienti, l'Orientamento 50 stabilisce che «le imprese dovrebbero prestare attenzione a possibili contraddizioni rilevanti presenti tra le varie informazioni raccolte e contattare il cliente con l'intento di risolvere eventuali incoerenze o inesattezze sostanziali. Esempi di tali contraddizioni sono i clienti con scarse conoscenze ed esperienze e un atteggiamento aggressivo nei confronti del rischio o con un profilo di rischio prudentiale e obiettivi di investimento ambiziosi».

Sulla base delle indicazioni operative fornite dagli Orientamenti del 2018, l'ESMA - con la partecipazione (su base volontaria) delle singole autorità nazionali competenti - ha condotto nel 2020 uno specifico esercizio di vigilanza denominato *Common Supervisory Action on MiFID II suitability requirements* (di seguito CSA¹³), nell'ambito del quale è stata prestata attenzione anche al processo di profilazione della clientela (Riquadro 2).

13 Il CSA è uno strumento di convergenza delle prassi di vigilanza adottato dall'ESMA, che consiste nello svolgimento di un'indagine tematica di vigilanza su un medesimo argomento, simultaneamente in più Stati membri a cura delle autorità nazionali competenti, sotto il coordinamento dell'Autorità europea. Lo strumento in parola mira a favorire un'applicazione più armonizzata della disciplina MiFID II sui servizi d'investimento, attraverso la condivisione in ottica comparativa delle complessive risultanze emerse nei diversi ordinamenti.

Riquadro 2

Il *Common Supervisory Action* dell'ESMA in materia di adeguatezza

Il *Common Supervisory Action* (CSA) in materia di adeguatezza ha interessato 26 autorità nazionali dell'Unione europea e dell'Area economica europea e ha coinvolto 206 imprese (104 istituti di credito e 83 imprese di investimento). A conclusione del CSA, l'ESMA ha pubblicato un Public Statement che ne sintetizza gli esiti (ESMA, 2021).

L'esercizio ha evidenziato la sostanziale conformità ai principi cardine della valutazione di adeguatezza, applicabili già nel quadro della MiFID I, in particolare con riferimento alle fasi di profilazione dei clienti (attraverso il questionario di adeguatezza), mappatura dei prodotti e confronto tra i medesimi ai fini della verifica dell'adeguatezza delle singole raccomandazioni d'investimento. Sono emersi profili di incertezza applicativa riguardo ai nuovi requisiti introdotti dalla MiFID II, segnatamente, l'obbligo di considerare costi e complessità dei prodotti equivalenti, l'analisi costi/benefici degli *switch* nonché la dichiarazione di adeguatezza (cosiddetto *suitability report*).

Per quanto concerne, nello specifico, il processo di profilazione della clientela, sono stati riscontrati, tra l'altro, i seguenti aspetti:

- la raccolta delle informazioni sui clienti da parte degli intermediari nei diversi Stati membri appare nel complesso soddisfacente, in termini sia di ampiezza sia di livello di dettaglio acquisito, pur registrandosi prassi piuttosto variabili anche per quel che riguarda l'utilizzo di questionari differenziati in ragione della tipologia di prodotti e/o della natura dei clienti;
- la maggior parte delle imprese incluse nel campione del CSA non prevede ancora la raccolta e analisi delle informazioni relative alle preferenze ESG del cliente nelle rispettive procedure di valutazione di adeguatezza;
- al fine di verificare che tutte le informazioni necessarie alla valutazione di adeguatezza siano state raccolte, le imprese fanno ricorso a controlli di coerenza – automatizzati o manuali – tra le risposte fornite dalla clientela;
- il ricorso a domande di natura auto-valutativa viene segnalato da diverse autorità nazionali; talune autorità hanno, altresì, rilevato che un certo numero di intermediari non considera la capacità economica di acquisire rischio (ossia di sostenere eventuali perdite), limitandosi alla valutazione della sola tolleranza al rischio;
- la maggior parte delle imprese prevede *trigger* funzionali all'aggiornamento dei profili dei clienti che impediscono la prestazione del servizio qualora le informazioni non siano aggiornate; emerge, di contro, una significativa variabilità nella frequenza di aggiornamento dei questionari;
- diverse autorità hanno rilevato l'assenza o la scarsa affidabilità di misure volte alla mitigazione del rischio che i clienti siano indotti a cambiare il proprio profilo in modo tale che un prodotto, altrimenti inadeguato, risulti adeguato (cosiddette riprofilazioni opportunistiche). Di contro, talune prassi operative riscontrate includono: la definizione di periodi nei quali la validità dei questionari aggiornati prima della scadenza è sospesa (cosiddetto *cooling-off period*); la previsione di un numero limitato di aggiornamenti del profilo del cliente nel periodo di validità del questionario; l'adozione di procedure che richiedono l'autorizzazione preventiva all'aggiornamento da parte di funzioni/organi di livello superiore o di controllo.

Come anticipato, allo scopo di tener conto delle descritte novità normative e dell'esperienza applicativa evidenziata nell'ambito del CSA, nel febbraio 2022 l'ESMA ha avviato una consultazione pubblica funzionale alla revisione dei propri Orientamenti in tema di adeguatezza, che si è conclusa il 27 aprile. I nuovi Orientamenti sono stati pubblicati il 23 settembre scorso.

3 Metodologia di analisi dei questionari per la profilazione della clientela

L'analisi dei questionari utilizzati dagli intermediari italiani è stata condotta – in continuità con l'approccio adottato nel 2012 – verificando da un lato l'aderenza al dettato normativo e agli Orientamenti ESMA e dall'altro l'allineamento a ulteriori buone prassi che possono evincersi da un'ampia letteratura nell'ambito di discipline quali psicomatria, psicologia cognitiva, economia sperimentale e finanza comportamentale. Gli studi in queste aree offrono spunti utili per strutturare e somministrare questionari validi (ossia che misurano realmente ciò che si intende misurare) e attendibili (ossia che garantiscono misurazioni caratterizzate da un margine di errore contenuto), di particolare rilevanza per la rilevazione di costrutti psicologici come, ad esempio, la tolleranza al rischio.

Rispetto all'analisi del 2012, inoltre, il presente studio tiene in considerazione anche la letteratura in materia di preferenze verso prodotti di investimento sostenibili, che individua le variabili socio-demografiche, attitudinali e comportamentali che possono associarsi alla considerazione della sostenibilità nell'ambito delle scelte finanziarie.

Le aree oggetto di analisi si riferiscono, in particolare, ai seguenti profili:

- contenuti (ossia le informazioni rilevate),
- impostazione grafica (cosiddetto *layouting*),
- struttura (nei termini di tipologia delle domande, formulazioni sintattiche e linguaggio utilizzato),
- procedure di sviluppo e somministrazione dei questionari e algoritmi di profilazione,
- procedure di aggiornamento del profilo dei clienti.

I contenuti dei questionari

I contenuti dei questionari sono stati esaminati, come già accennato, rispetto alle variabili indicate dal quadro normativo e agli ulteriori profili, che si possono evincere dalla letteratura sperimentale e comportamentale esaminati approfonditamente in Linciano e Soccorso (2012; Tav. 1). Come anticipato, l'analisi è stata ampliata per tener conto delle novità introdotte dagli Orientamenti 2018 e 2022 in merito a: comprensione da parte del cliente di concetti finanziari fondamentali; percezione del rischio da parte dell'investitore; integrazione del processo di profilazione con la raccolta delle informazioni in merito alle preferenze di sostenibilità del cliente. Con particolare

riguardo a quest'ultimo tema, è utile ricordare le caratteristiche e le attitudini individuali che, da alcuni studi e da alcune indagini campionarie, risultano correlate alle preferenze verso gli investimenti sostenibili.

Coloro che si dichiarano interessati a questo tipo di investimenti rappresentano il 73% del campione degli intervistati nell'ambito dell'Osservatorio CONSOB (CONSOB, 2021): un dato in aumento rispetto agli anni precedenti che riflette la crescente attenzione ai temi ESG e ai profili di sostenibilità delle scelte individuali e, in particolare, di quelle di investimento.

In primo luogo, l'interesse verso le tematiche che investono la collettività, incluse quelle attinenti alla tutela dell'ambiente e alle questioni sociali, potrebbe associarsi più di frequente a determinati tratti socio-demografici (quali età, genere, livello di istruzione) e alla cultura finanziaria (2DII, 2022; Alemanni, 2022). Ad esempio, tale interesse risulta più diffuso tra le donne e gli investitori più giovani, mentre è meno frequente tra gli intervistati di età superiore ai 65 anni (CONSOB, 2021).

In secondo luogo, una più elevata sensibilità verso i prodotti di finanza sostenibile potrebbe associarsi a taluni tratti psicologici, quali l'altruismo, la fiducia nel sistema finanziario e la tolleranza al rischio, a valori e convincimenti strettamente soggettivi, così come a una specifica funzione d'utilità individuale, a spiccate *social preferences* e all'importanza riconosciuta ai singoli fattori ESG (Anderson e Robinson, 2019; Alemanni, 2022; Brodback et al., 2019; CONSOB, 2021; Deloitte, 2020; Falk et al., 2016; Schroders, 2019; Sparkes e Cowton, 2004; Wiesel et al., 2016). Al contrario, altri tratti individuali e taluni *bias* comportamentali potrebbero ridurre la propensione verso la finanza sostenibile: l'attitudine allo *short termism*, ad esempio, o la preferenza verso opzioni di investimento più remunerative nel breve termine potrebbero frenare l'interesse verso progetti di investimento con effetti attesi solo nel lungo periodo (Schoemaker e Schramade, 2019). È opportuno ricordare, inoltre, che ulteriori deterrenti sono talune convinzioni e percezioni come, ad esempio, l'aspettativa di rendimenti inferiori rispetto a opzioni di investimento tradizionali, l'idea che si tratti di prodotti più costosi di quelli tradizionali o il timore che si tratti di operazioni di *marketing* (ossia di *greenwashing*; CONSOB, 2020).

In terzo luogo, bassi livelli di conoscenza della finanza sostenibile potrebbero associarsi a un basso livello di interesse. Come si evince dall'Indagine CONSOB per il 2021 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, i risparmiatori che affermano di avere una conoscenza almeno di base degli investimenti sostenibili rappresentano il 20% degli intervistati (18% nel 2019), mentre solo il 9% dichiara di possedere un prodotto finanziario sostenibile (7% nel 2019).

Tali considerazioni si inseriscono nel più ampio quadro della teoria delle personalità dell'investitore, secondo la quale preferenze e scelte di ciascun individuo riflettono un sistema complesso in cui il temperamento e le motivazioni individuali e i valori personali e sociali si combinano tra loro e si esprimono in maniera più o meno evidente a seconda del contesto (Keirse, 1978; McCrae e Costa, 1997; Pan e Statman, 2013; Pompian, 2012). In linea con questa teoria, alcuni contributi classificano, ad esempio, gli investitori in funzione di una personalità finanziaria definita anche

tenendo conto della priorità assegnata agli aspetti finanziari di un investimento (rendimento, rischio e costi) rispetto a quelli di sostenibilità (in termini di impatto sui - e/o di contributo ai - fattori ESG).

Come anticipato, infine, oltre alle preferenze, la normativa richiede che sia rilevata anche la percentuale del portafoglio che l'investitore vorrebbe impiegare eventualmente in tali prodotti (Dorfleitner e Nguyen, 2016; CONSOB, 2020)¹⁴.

A latere, si segnalano taluni contributi della letteratura che hanno indagato fattori attinenti alla sfera dello scambio informativo tra intermediario e cliente, ulteriori rispetto ai contenuti del questionario, che possono influenzare il processo di rilevazione delle preferenze di sostenibilità. Si fa riferimento, in particolare, a convinzioni e *bias* comportamentali del professionista che possono orientarne l'atteggiamento in sede di profilazione della clientela con riflessi distorsivi sulla rilevazione della propensione a investire in prodotti sostenibili (Riquadro 3).

Riquadro 3

L'interazione intermediario-cliente e la rilevazione delle preferenze di sostenibilità

Alcuni *bias* comportamentali del professionista potrebbero compromettere l'interazione tra intermediario e cliente sia nella fase di rilevazione delle preferenze di sostenibilità sia nella fase in cui il professionista è chiamato a informare il cliente sulle possibili opzioni di investimento. A titolo esemplificativo, l'effetto di falso consenso, cioè la tendenza a ritenere che gli individui con cui si entra in relazione condividano le proprie convinzioni e preferenze, potrebbe scoraggiare dal proporre prodotti sostenibili i consulenti che considerano il concetto di investimento sostenibile troppo 'confuso' o 'complesso' (2DII, 2022; Paetzold e Busch, 2015; Paetzold e Marti, 2016). Nella medesima direzione potrebbe agire la convinzione del consulente che ritenga i propri clienti più orientati a privilegiare i profili finanziari dell'investimento rispetto alle caratteristiche di sostenibilità (CONSOB, 2020).

Anche il riferimento ai più comuni stereotipi, ad esempio la tendenza a ritenere che un individuo condivida le preferenze del gruppo sociale di appartenenza, potrebbe influenzare la valutazione di adeguatezza e l'informativa al cliente. Ad esempio, le donne e le persone giovani, ad alto reddito e con un elevato livello di istruzione sono generalmente considerate più attente ai temi della sostenibilità rispetto ad altri investitori; una sopravvalutazione delle evidenze a sostegno di tali stereotipi potrebbe indurre a ignorare le motivazioni e le preferenze di clienti che non appartengono a questi gruppi (2DII, 2022; Roszkowski e Grable, 2005).

14 Il Rapporto CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2022 (in via di pubblicazione) dedica attenzione a questo specifico aspetto, poiché il tema appare particolarmente rilevante; si consideri, infatti, che le domande volte a rilevare i desiderata dell'investitore potrebbero raccogliere risposte diverse in funzione della struttura delle risposte prevista (ad esempio, risposta aperta o risposta politomica per classi) e della granularità delle classi eventualmente proposte come opzioni di scelta.

Tav. 1 – Le informazioni necessarie alla valutazione di adeguatezza nel disposto normativo e nella letteratura

MIFID II – ESMA		letteratura		
drivers	variabili (dimensioni o items informativi)	drivers	variabili (dimensioni o items informativi)	
caratteristiche socio-demografiche	<p>età (ESMA, 2012 e 2018)</p> <p>età (ESMA, 2012 e 2018)</p> <p>stato civile (ESMA, 2012 e 2018)</p> <p>stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico (ESMA, 2012 e 2018)</p> <p>situazione lavorativa e aspettative di avanzamento/pensionamento (ESMA, 2012 e 2018)</p> <p>ex professione, se rilevante (Regolamento UE 2017/565)</p> <p>istruzione</p> <p>natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite</p> <p>tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza</p> <p>comprensione di concetti finanziari fondamentali (ESMA, 2018) di cui:</p> <ul style="list-style-type: none"> * trade off rischio-rendimento con esempi concreti (scenari possibili) di perdita/ritorno (ESMA, 2012, 2018 e 2022) * rischi associati alla concentrazione (ESMA, 2018 e 2022) * rischi associati al buy-in (ESMA, 2022) <p>comprensione del rischio associato a prodotti complessi e rischiosi (ESMA, 2012, 2018 e 2022), se rilevante rispetto all'offerta</p> <p>conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, nel caso di servizi di investimento diversi da consulenza o gestione di portafoglio (MIFID II, Art. 25) – tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza</p>	<p>caratteristiche socio-demografiche</p> <p>età</p> <p>stato civile</p> <p>stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico</p> <p>professione</p> <p>istruzione</p> <p>esperienza precedente in materia di investimento</p> <p>ESITI DELLE SCELTE D'INVESTIMENTO PRECEDENTI (POSITIVO/NEGATIVO)</p> <p>eventuali specifiche esperienze (ad es. formative) in materia finanziaria (Linee Guida ABI sugli orientamenti ESMA 2012, 2014)</p> <p>comprensione di concetti finanziari fondamentali e del funzionamento dei mercati finanziari con riferimento a:</p> <ul style="list-style-type: none"> * trade off rischio-rendimento * DIMENSIONI DEL RISCHIO (CREDITO/MERCATO/ LIQUIDITÀ/CAMBIO) * DIVERSIFICAZIONE DI PORTAFOGLIO * PERFEZIONE DELLE PROBABILITÀ <p>conoscenza del prodotti finanziari</p>	<p>GENERE</p> <p>età</p> <p>stato civile</p> <p>stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico</p> <p>professione</p> <p>istruzione</p> <p>esperienza precedente in materia di investimento</p> <p>ESITI DELLE SCELTE D'INVESTIMENTO PRECEDENTI (POSITIVO/NEGATIVO)</p> <p>eventuali specifiche esperienze (ad es. formative) in materia finanziaria (Linee Guida ABI sugli orientamenti ESMA 2012, 2014)</p> <p>comprensione di concetti finanziari fondamentali e del funzionamento dei mercati finanziari con riferimento a:</p> <ul style="list-style-type: none"> * trade off rischio-rendimento * DIMENSIONI DEL RISCHIO (CREDITO/MERCATO/ LIQUIDITÀ/CAMBIO) * DIVERSIFICAZIONE DI PORTAFOGLIO * PERFEZIONE DELLE PROBABILITÀ <p>conoscenza del prodotti finanziari</p>	
esperienze e conoscenze	<p>investimenti e beni immobili, attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>restrizioni su beni del cliente (condizioni, termini, accesso, prestiti, garanzie ecc.; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>fabbisogno di liquidità (ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>capacità finanziaria di sostenere le perdite (MIFID II, art 25; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p>	<p>esperienze e conoscenze</p> <p>investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>restrizioni su beni del cliente (condizioni, termini, accesso, prestiti, garanzie ecc.; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>fabbisogno di liquidità (ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>capacità finanziaria di sostenere le perdite (MIFID II, art 25; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p>	<p>OVERCONFIDENCE E OTTIMISMO</p> <p>investimenti e beni immobili;</p> <p>attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>esigenze di liquidità</p> <p>altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)</p> <p>reddito/ricchezza familiari e non solo individuali</p>	<p>OVERCONFIDENCE E OTTIMISMO</p> <p>investimenti e beni immobili;</p> <p>attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>esigenze di liquidità</p> <p>altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)</p> <p>reddito/ricchezza familiari e non solo individuali</p>
situazione finanziaria	<p>investimenti e beni immobili, attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>restrizioni su beni del cliente (condizioni, termini, accesso, prestiti, garanzie ecc.; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>fabbisogno di liquidità (ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>capacità finanziaria di sostenere le perdite (MIFID II, art 25; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p>	<p>situazione finanziaria</p> <p>investimenti e beni immobili, attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>restrizioni su beni del cliente (condizioni, termini, accesso, prestiti, garanzie ecc.; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>fabbisogno di liquidità (ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p> <p>capacità finanziaria di sostenere le perdite (MIFID II, art 25; ESMA, 2012, 2018 e 2022)</p>	<p>OVERCONFIDENCE E OTTIMISMO</p> <p>investimenti e beni immobili;</p> <p>attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>esigenze di liquidità</p> <p>altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)</p> <p>reddito/ricchezza familiari e non solo individuali</p>	<p>OVERCONFIDENCE E OTTIMISMO</p> <p>investimenti e beni immobili;</p> <p>attività, comprese le attività liquide</p> <p>fonte ed entità del reddito regolare</p> <p>impegni finanziari regolari</p> <p>esigenze di liquidità</p> <p>altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)</p> <p>reddito/ricchezza familiari e non solo individuali</p>

- segue -

MIFID II – ESMA

MIFID II – ESMA		Letteratura
<i>drivers</i>	variabili (dimensioni o items informativi)	<i>drivers</i>
	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento	variabili (dimensioni o items informativi) periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento
	finalità dell'investimento	obiettivi d'investimento PREFERENZE VERSO IL TEMPO (TASSO DI SCONTO/GRADO DI IMPAZIENZA) finalità dell'investimento
	preferenze in materia di rischio	ammonitare (in rapporto alla ricchezza/reddito)
	percezione del rischio (reazione concreta in caso di diminuzione del valore del portafoglio o di incertezza; ESMA, 2018 e 2022)	atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo) percezione del rischio
	tolleranza al rischio (MIFID II, art 25 e ESMA, 2018 e 2022)	capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo) AVVERSIONE ALLE PERDITE
	preferenze verso i fattori ESG (ESMA, 2018 e 2022)	preferenze verso i singoli fattori ESG CONOSCENZE RELATIVE A PRODOTTI sostenibili (IN TERMINI DI RISCHI, RENDIMENTI E COSTI) CONSAPEVOLEZZA DELL'INCIDENZA DELL'ORIZZONTE TEMPORALE SULLA PERFORMANCE ATTESA DI PRODOTTI ESG PROPENSIONE ALLO SHORT-TERMINISM
obiettivi d'investimento		PRIORITÀ ASSEGNATA AD ASPETTI FINANZIARI E AD ASPETTI ESG preferenze di sostenibilità
	preferenze verso i prodotti di cui ai punti a) a c) dell'articolo 2(7) del Regolamento delegato (UE) 2017/565 in vigore dal 2 agosto 2022 (Riquadro 2 e Riquadro 1; ESMA, 2022)	
	percentuale del portafoglio da impiegare eventualmente nei prodotti di cui ai punti a) a c) dell'articolo 2(7) del Regolamento delegato (UE) 2017/565 (ESMA, 2022)	preferenze verso specifici prodotti sostenibili
		percentuale del portafoglio da impiegare eventualmente in prodotti ESG

Nella colonna di destra le locuzioni in maiuscolo evidenziano graficamente i suggerimenti della ricerca non esplicitamente ripresi dalla regolamentazione. * Gli Orientamenti ESMA (2018 e 2022) chiariscono che le imprese dovrebbero adottare meccanismi per mitigare il rischio che i clienti tendano a sovrastimare le proprie conoscenze ed esperienze, ad esempio includendo domande che consentano di valutare l'effettiva comprensione delle caratteristiche e dei rischi dei diversi tipi di strumenti finanziari. Fonte: elaborazione degli autori.

L'impostazione grafica dei questionari

L'analisi di *layouting* prevede le seguenti verifiche: l'utilizzo di font e interlinea e la suddivisione in paragrafi che dovrebbero essere tali da agevolare la lettura; la presenza di una colonna o di uno spazio destinati ad accogliere le risposte che guidino la compilazione; la presenza di numerazione delle pagine e delle domande.

La struttura dei questionari

L'analisi strutturale e linguistico-testuale consiste nell'esaminare la formulazione di domande e opzioni di risposta al fine di rilevare eventuali caratteristiche che possano alterare l'efficacia della rilevazione.

Sul piano strutturale, a titolo d'esempio, l'uso di domande 'in batteria'¹⁵ può facilitare risposte casuali e/o meccanicamente uguali tra loro, perché l'intervistato può essere indotto a scegliere l'opzione che occupa la stessa posizione nella scala o nelle alternative a prescindere dal contenuto della domanda (cosiddetto *response effect*). Le domande che insistono su più di un argomento stimolano una risposta non necessariamente univoca (*double-barreled questions*). I quesiti su conoscenze e propensione al rischio basati sull'auto-valutazione possono condurre a rilevazioni inficiate da percezioni individuali distorte oppure da una tendenza all'acquiescenza. Domande il cui testo ha una connotazione 'emotiva' disincentivano la risposta o ne compromettono l'affidabilità (*loaded question*) od orientano la risposta stessa (*leading question*). Una considerazione a sé meritano le domande che prevedono tra le opzioni di risposta la facoltà di non rispondere o di rispondere 'non so': a tal proposito la letteratura depone a favore della presenza dell'opzione di risposta 'non so' nei quesiti volti a rilevare le conoscenze finanziarie, in quanto riduce il rischio di risposte casuali.

Sul piano linguistico-testuale, l'analisi è tesa a individuare la ricorrenza di termini tecnici rispetto a parole semplici, che dovrebbero essere utilizzate in via prevalente a beneficio di comprensibilità e linearità. Questi criteri dovrebbero guidare anche la scelta della struttura sintattica¹⁶.

Procedure di sviluppo e somministrazione dei questionari e algoritmi di profilazione

Gli algoritmi definiscono le regole di valorizzazione e aggregazione delle informazioni raccolte dai clienti attraverso il questionario nonché le procedure funzionali ad attribuire al cliente uno specifico profilo. In particolare, gli algoritmi definiscono tra l'altro:

- il punteggio assegnato alle diverse opzioni di risposta previste per ciascuna domanda;
- il peso assegnato alle diverse domande/sezioni;

15 Le domande 'in batteria' sono quesiti che variano solo nell'oggetto al quale si riferiscono ma sono precedute dalla stessa introduzione e seguite da risposte con la stessa formulazione.

16 Non si esclude che in futuro tali verifiche potranno essere condotte con l'ausilio di software per l'analisi quantitativa e qualitativa dei dati testuali.

- le modalità di aggregazione dei punteggi ottenuti nella compilazione del questionario;
- le classi di punteggio corrispondenti ai diversi profili preventivamente individuati.

Un algoritmo formulato in modo corretto è scevro da elementi distorsivi che possano condurre sistematicamente la profilazione verso profili meno prudentiali a prescindere dalle effettive caratteristiche della clientela¹⁷. A tal fine, dovrebbero essere previste accurate calibrature dei suddetti parametri e controlli per appurare che non si verificano casi di distribuzioni anomale delle risposte o dei risultati derivanti dall'algoritmo sottostante il questionario.

Altrettanto rilevante è la somministrazione del questionario. In tale fase, l'algoritmo di profilazione dovrebbe prevedere controlli di coerenza tra le risposte fornite dal cliente e meccanismi che inibiscano la possibilità di procedere con la profilazione nel caso in cui il cliente scelga più volte di non rispondere alle domande, impedendo di fatto all'intermediario di raccogliere tutte le informazioni necessarie alla valutazione di adeguatezza.

Procedure di aggiornamento del profilo dei clienti

Le procedure previste per l'aggiornamento del profilo cliente dovrebbero assicurare il monitoraggio periodico delle informazioni raccolte, dovrebbero inibire le riprofilazioni opportunistiche (ossia funzionali ad adeguare il binomio rischio-rendimento associato al cliente alle logiche distributive dell'intermediario) e prevedere l'aggiornamento - periodico o a evento - del profilo del cliente.

Taluni dei criteri sin qui esposti sono ripresi anche dagli Orientamenti ESMA, già ricordati al par. 2.2.

4 Principali evidenze dall'analisi dei questionari utilizzati dagli intermediari italiani

L'analisi oggetto del presente studio si riferisce a ventidue questionari riconducibili a un campione di intermediari rappresentativo di circa la metà delle masse amministrative per conto di clientela *retail* al primo trimestre 2022. Nella quasi totalità dei casi, i questionari in parola sono stati aggiornati tra il 2017 e il 2020¹⁸.

17 In linea teorica, un algoritmo *unbiased* esclude anche profilazioni sistematicamente troppo prudenti. Nel presente lavoro l'attenzione sarà concentrata sul rischio di profilazioni che espongono sistematicamente il cliente a rischi eccessivi rispetto alle loro effettive caratteristiche.

18 Si precisa che taluni soggetti del campione, successivamente alla data di adozione del questionario analizzato nel presente studio, hanno avviato specifici cantieri finalizzati alla revisione dello stesso.

4.1 Contenuti

Articolazione di sezioni e domande

I questionari sono articolati nel 77% dei casi in più sezioni, generalmente riferibili, in maniera esplicita, alle aree tematiche indicate dalla MiFID II: 1) esperienze e conoscenze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto e/o servizio; 2) situazione finanziaria; 3) obiettivi d'investimento¹⁹. In dieci casi è presente anche una sezione specificatamente dedicata alla rilevazione di informazioni socio-demografiche²⁰.

Il numero medio di quesiti è pari a 34, con oscillazioni tra un minimo di 21 e un massimo di 66 (Tav. 2). Per quanto concerne la distribuzione dei quesiti per sezioni, quella dedicata alla rilevazione di conoscenze ed esperienze presenta in media il maggior numero di domande (19, con un minimo di 6 e un massimo di 49); seguono le sezioni relative alla situazione finanziaria (mediamente 7 quesiti, oscillanti tra 4 e 10 domande) e agli obiettivi di investimento (in media 6 quesiti, con un minimo di 3 e un massimo di 14); meno numerose risultano essere le domande afferenti all'anagrafica del cliente (in media pari a 2: un solo questionario non ne contiene nessuna, mentre gli altri arrivano al massimo a 4 quesiti; Tav. 2).

Tav. 2 – Numero di domande per sezione/area tematica

	sezione/area tematica				totale
	anagrafica	conoscenze Et esperienze	situazione finanziaria	obiettivi di investimento	
medio	2	19	7	6	34
minimo	--	6	4	3	21
massimo	4	49	10	14	66

Come anticipato, dalla rassegna delle fonti normative e della letteratura riportata nei precedenti capitoli, è possibile evincere le diverse variabili (dimensioni o *items* informativi) che è utile osservare nell'analisi dei questionari. Nella tavola che segue si riporta l'indicazione del numero di intermediari che nei propri format prevede specifici quesiti volti a esplorare gli items la cui rilevazione è suggerita in via esemplificativa dalla normativa, dagli orientamenti o dalla letteratura (Tav. 3).

19 In due casi non è prevista una suddivisione in sezioni; in tre casi, invece, dal format acquisito non è possibile desumere l'informazione in merito alla suddivisione in sezioni.

20 Si precisa che le informazioni anagrafiche, seppur non sempre esplicitamente richieste al cliente nell'ambito della somministrazione del questionario di profilazione, risultano già disponibili presso la quasi totalità degli intermediari.

Tav. 3 – La rilevazione delle singole variabili informative

sezione/area tematica	variabile e numero di questionari che la rilevano		
caratteristiche socio-demografiche	genere	2	
	età	13	
	codice fiscale	3	
	stato civile (o informazione sulla cointestazione)	9	
	stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico	20	
esperienze e conoscenze	professione	21	
	istruzione	22	
	esperienza precedente in materia di investimento (natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite) /informazione/stile decisionale/interesse verso specifici prodotti	22	
	esiti delle scelte d'investimento precedenti (positivo / negativo)	1	
	conoscenza dei prodotti finanziari (tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza)	20	
	conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari	rendimento e <i>trade off</i> rischio-rendimento	18
		dimensioni del rischio (credito/mercato/cambio/liquidità)	18
		diversificazione di portafoglio	15
		inflazione, percezione delle probabilità	2
	<i>overconfidence</i> e ottimismo	--	
investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide	22		
situazione finanziaria	fonte ed entità del reddito regolare	21	
	impegni finanziari regolari	20	
	capacità di risparmio	14	
	capacità finanziaria di sostenere le perdite	7	
	altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)	1	
obiettivi d'investimento	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento	20	
	preferenze verso il tempo (tasso di sconto/grado di impazienza)	1	
	esigenze di liquidità	5	
	preferenze verso i fattori ESG	2	
	finalità dell'investimento	22	
	somma da investire (ammontare in rapporto alla ricchezza/reddito)	4	
	atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo)	14	
	capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo)	18	
avversione alle perdite	17		

Dall'analisi comparata dei contenuti emerge che, sebbene conformi alla normativa di primo livello, i questionari la cui adozione (o il cui ultimo aggiornamento) precedeva la pubblicazione degli Orientamenti 2018, esibiscono taluni dei profili di debolezza che l'ESMA ha inteso sanare con le proprie Linee guida. In particolare, i format a cui si fa riferimento (cinque in tutto) non esplorano adeguatamente la comprensione da parte del cliente di concetti finanziari fondamentali, quali il concetto di diversificazione (solo un format vi fa riferimento). Essi, inoltre, generalmente non basano la rilevazione della tolleranza al rischio su quesiti volti a delineare la percezione del rischio o l'atteggiamento che il cliente adotterebbe in caso di incertezza ovvero in caso di perdita potenziale (in due casi su cinque i format prevedono quesiti auto-valutativi; due format contengono, invece, domande che esplorano contemporaneamente rischio oggettivo, rischio soggettivo e avversione alle perdite). Sin dall'avvio delle analisi in parola sono state, peraltro, avviate dalla CONSOB specifiche iniziative di vigilanza con riferimento alle procedure di profilazione della clientela adottate dai soggetti del campione volte a garantire una migliore convergenza verso *best practices* di mercato.

Sezione/domande anagrafiche

Tutti i questionari (ad eccezione di uno) prevedono domande volte a rilevare talune informazioni socio-demografiche (prevalentemente l'età e la composizione del nucleo familiare dell'investitore), sebbene, come anticipato, tali informazioni siano raggruppate in una sezione dedicata solo in dieci casi.

Sezione relativa a conoscenze ed esperienze

Le domande dedicate alla dimestichezza con servizi e/o strumenti finanziari, che come già ricordato sono quelle mediamente più numerose, includono nel 77% dei casi almeno due quesiti tesi ad accertare la conoscenza di concetti finanziari di base, quali la relazione positiva fra rendimento atteso e rischio, i rischi connessi alla concentrazione degli investimenti o i vari fattori di rischio (cambio/mercato/credito).

Due format prevedono la rilevazione della familiarità con il concetto di inflazione: in un caso un quesito (dicotomico - sì/no) è volto a verificare la consapevolezza dell'impatto negativo dell'inflazione sul valore reale degli investimenti, nell'altro un quesito (dicotomico - sì/no) si riferisce alla consapevolezza della possibilità che il rendimento di attività a basso rischio potrebbe non compensare la perdita del potere di acquisto derivante dall'inflazione. In merito si rammenta che l'ESMA ha di recente raccomandato agli intermediari di rilevare, in sede di valutazione di adeguatezza, la consapevolezza del cliente dei possibili effetti dell'inflazione sui rendimenti dell'investimento (ESMA, 2022b).

Solo nel 18% dei casi è stata riscontrata la presenza di domande volte a rilevare specificamente la comprensione del meccanismo del *bail-in*²¹. A tal proposito si rammenta che nell'elenco di *poor practices* individuate nel *Final Report* del 23 settembre 2022 sugli Orientamenti ESMA del 2018, è citata la prassi di non verificare la dimestichezza con il concetto di *bail-in* e con il suo potenziale impatto sul valore degli investimenti.

Come anticipato, negli Orientamenti ESMA prevale un principio di proporzionalità rispetto al servizio offerto, alle caratteristiche dei prodotti e all'ammontare dell'investimento. Il set informativo di cui si richiede la rilevazione risulta più ampio, ad esempio, nel caso in cui i prodotti proposti sono complessi o illiquidi, poiché rispetto a essi è più importante verificare la capacità dell'investitore di comprendere e sostenere finanziariamente i relativi rischi.

Nell'ambito dei questionari esaminati, circa il 23% include anche domande su conoscenze e interesse in merito a prodotti finanziari complessi o derivati, seppur secondo logiche di raccolta delle informazioni differenti (a titolo esemplificativo, in un caso è prevista una sezione espressamente dedicata alla conoscenza ed esperienza in strumenti illiquidi e complessi mentre in tre casi è stato riscontrato il ricorso a filtri dinamici che rendono facoltativa la risposta a tali domande).

Come si dirà nel par. 4.3, una percentuale non trascurabile di questionari contiene quesiti volti alla rilevazione di conoscenze ed esperienze che si fondano ancora principalmente sull'auto-valutazione, misurando le conoscenze percepite invece di quelle effettive e risultando disallineati rispetto agli Orientamenti ESMA del 2018. Peraltro, nessuno tra questi format confronta le conoscenze percepite (ossia le conoscenze che gli investitori ritengono di possedere) con le conoscenze effettive (ossia misurate in modo oggettivo) per rilevare un'eventuale attitudine alla sopravvalutazione delle proprie conoscenze o all'ottimismo, a cui si può associare *overconfidence* e, di conseguenza, un'eccessiva propensione ad assumere rischio (Nosic e Weber, 2010)²².

Sezione relativa a situazione finanziaria

I questionari contengono generalmente domande relative a disponibilità finanziarie, fonti di reddito, impegni finanziari regolari e capacità di risparmio. Inoltre, in sette casi sono previste anche domande esplicitamente volte a rilevare la capacità finanziaria di sostenere le perdite, ossia la capacità di assorbimento delle perdite da parte del cliente; in un caso vengono esplorate le aspettative in merito a possibili spese straordinarie da sostenere nel prossimo futuro.

21 In un caso, peraltro, tali domande sono facoltative.

22 Gli unici tratti individuali rilevati nei format analizzati sono l'avversione alle perdite e la capacità emotiva di assumere rischio, di cui si dirà più avanti nel sottoparagrafo dedicato alla Sezione relativa agli obiettivi di investimento.

Sezione relativa a obiettivi di investimento

Le domande di questa sezione sono sempre riferibili almeno alle finalità e all'orizzonte temporale dell'investimento. Nessuno dei format esaminati rileva il grado di impazienza degli investitori che, come suggerito da numerosi studi di finanza comportamentale può alterare la capacità degli individui di scegliere nel proprio miglior interesse e in un'ottica di lungo periodo (Hastings e Mitchell, 2018²³). Nel 23% dei casi vengono approfondite anche le esigenze di liquidità del cliente.

La rilevazione della tolleranza al rischio e dell'avversione alle perdite

Come dettagliatamente illustrato in Linciano e Soccorso (2012), la rilevazione della tolleranza al rischio può essere realizzata attraverso domande concernenti: le preferenze per il rischio (rischio oggettivo o attitudine al rischio²⁴); la capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo); l'avversione alle perdite.

Tra i questionari analizzati, il 64% presenta domande volte a rilevare il rischio oggettivo, ossia a 'misurare' la preferenza dell'individuo a investire in strumenti finanziari con date caratteristiche di rischio e rendimento (in altri termini, tese a individuare il binomio rischio/rendimento che il soggetto è disposto ad accettare). I format propongono, in particolare, varie situazioni di scelta tra investimenti caratterizzati da finalità diverse e differenti combinazioni di rischio/rendimento.

La capacità emotiva di assumere rischio e l'avversione alle perdite sono rilevate rispettivamente nell'82% e nel 77% dei questionari. Il rischio soggettivo, inteso come capacità emotiva di gestire i rischi connessi all'investimento, è misurato attraverso domande eterogenee, di tipo sia economico sia psicologico riconducibili, generalmente, alle seguenti categorie:

- i) domande volte a individuare la scelta che l'investitore farebbe in caso di incertezza, ossia nel caso in cui non sia facile stimare la probabilità degli eventi avversi, o in caso di perdita potenziale: in alcuni format si chiede al cliente come reagirebbe qualora il valore del suo portafoglio oscillasse fortemente o diminuisse e si utilizzano grafici²⁵, percentuali o cifre per descrivere i possibili scenari di un investimento ipotetico;
- ii) domande tese a rilevare la disponibilità ad accettare oscillazioni del valore del proprio portafoglio in un determinato *range* (non sempre individuato in termini quantitativi) o una determinata perdita massima (quasi sempre definita in percentuale o in termini di quota parte dell'investimento);

23 Secondo le autrici l'impazienza o la tendenza al breve termine potrebbero spiegare decisioni finanziarie non ottimali, rilevando che alcune persone scelgono con insistenza la gratificazione immediata invece di approfittare di maggiori guadagni a lungo termine e mostrando che la misura di impazienza proposta è un forte predittore della ricchezza previdenziale.

24 Per attitudine al rischio s'intende l'atteggiamento verso i possibili profili di rischio/rendimento di futuri investimenti maturato anche in ragione della percezione del rischio e delle condizioni di incertezza in cui si realizzano gli investimenti stessi.

25 I grafici esaminati sono risultati, laddove presenti, alquanto eterogenei e, in alcuni limitati casi, poco chiari.

- iii) domande che contengono una sequenza di coppie di lotterie/opzioni rischiose tra cui scegliere²⁶.

Tra i format analizzati: uno non contiene alcun quesito volto alla misurazione della tolleranza al rischio, sette non coprono la specifica dimensione del rischio oggettivo (ma rilevano rischio soggettivo e avversione alle perdite), tre non fanno riferimento al rischio soggettivo e quattro non misurano l'avversione alle perdite (ma quasi sempre coprono le altre due dimensioni della tolleranza al rischio). Come anticipato, in due casi su cinque i format prevedono quesiti auto-valutativi.

La rilevazione delle preferenze di sostenibilità

Nell'attuale contesto di progressiva definizione della disciplina in materia di investimenti sostenibili, la presenza di domande funzionali alla rilevazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti appare ancora circoscritta, riscontrandosi solo in due dei questionari analizzati²⁷. I questionari in parola rilevano, rispettivamente, l'interesse a investire in prodotti sostenibili, in un caso²⁸, e l'intensità dell'interesse verso ciascuna tematica (ambientale, sociale e di *governance*) tramite una scala Likert nonché la priorità assegnata ai profili finanziari rispetto ai profili di sostenibilità, nell'altro. In entrambi i casi, peraltro, le risposte ai quesiti sulla sostenibilità non contribuiscono ancora alla determinazione del profilo del cliente, rilevando, al momento dell'analisi, esclusivamente per finalità statistiche.

Una ricognizione della rilevazione delle preferenze di sostenibilità da parte degli intermediari europei è offerta da 2° Investing Initiative²⁹ (2DII, 2022) che, nell'ambito di un progetto pluriennale, ha realizzato oltre 200 *mystery shopping* in sei paesi e ha in programma una nuova indagine, successiva all'applicazione del nuovo Regolamento, che interesserà una decina di paesi (Riquadro 4).

26 Si fa riferimento, ad esempio, alla cosiddetta Multiple price list (Mpl), consistente in una sequenza di coppie di lotterie/opzioni rischiose costruite in modo da poter stimare (sulla base delle scelte effettuate dal soggetto intervistato) un intervallo del livello di avversione al rischio. Questo metodo può essere applicato anche per rilevare le preferenze intertemporali, proponendo all'individuo la scelta tra una somma di denaro disponibile subito e una somma maggiore disponibile a una data futura; la scelta viene riproposta un certo numero di volte variando (a seconda del disegno dell'esperimento) il payoff corrente o quello futuro. La stima del tasso di sconto intertemporale dipende dal numero di volte in cui il soggetto sceglie di ricevere la somma futura. Nell'ambito della Mpl, lo strumento più diffuso è quello elaborato da Holt e Laury (2002). In considerazione della complessità del costrutto dell'attitudine al rischio e delle sue interazioni con la percezione del rischio e l'avversione alle perdite, la misurazione di tale variabile potrebbe, tuttavia, richiedere l'integrazione di strumenti di rilevazione puramente quantitativi con altri strumenti basati su psicologia e psicometria (Linciano e Soccorso, 2012).

27 Si rammenta che i questionari analizzati sono stati adottati prima dell'applicazione delle nuove disposizioni in materia di rilevazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti.

28 Il format a cui si fa riferimento contiene una domanda che distingue tra investimenti con obiettivi di sostenibilità ambientale, prodotti con obiettivi di sostenibilità sociale e prodotti con obiettivi di buona gestione aziendale.

29 Gruppo di lavoro indipendente che lavora, tra l'altro, a progetti di ricerca in materia di finanza sostenibile.

Riquadro 4

La rilevazione delle preferenze di sostenibilità in Europa: principali evidenze da una campagna di *mystery shopping*

Alla fine del 2021, la 2° Investing Initiative (2DII) ha condotto una campagna di *mystery shopping* in sei paesi europei (Danimarca, Estonia, Germania, Grecia, Irlanda e Romania, per un totale di 210 visite). La campagna si è concentrata sulla considerazione delle motivazioni di sostenibilità dei clienti da parte dei consulenti finanziari, pochi mesi prima dell'applicazione della revisione della MiFID II che ha inciso sulla materia.

L'esercizio ha evidenziato che le prassi operative dei consulenti finanziari europei sono molto eterogenee e che la valutazione del profilo del potenziale cliente (per quanto riguarda sia le preferenze di sostenibilità sia le altre variabili informative) è ancora in gran parte effettuata in modo informale; inoltre, quasi il 50% dei consulenti non registra le informazioni raccolte. Peraltro, solo nel 55% dei casi il consulente che ha rilevato informazioni in merito alle preferenze di sostenibilità ha poi proposto un prodotto sostenibile.

Tali evidenze si associano a una conoscenza dei prodotti sostenibili ancora contenuta da parte dei consulenti finanziari: tranne che in Danimarca e in Germania, solo pochi tra i professionisti coinvolti nel *mystery shopping* si sono dimostrati competenti e preparati. Tale aspetto appare tanto più rilevante se si considerano le difficoltà connesse alla necessità di tradurre le definizioni tecniche individuate dalla normativa (Riquadro 1) in domande chiare e semplici, adatte al basso livello di conoscenza dei clienti *retail*, e la conseguente eterogeneità che potrebbe registrarsi nelle prassi di profilazione e distribuzione.

L'illustrazione degli esiti dell'indagine si conclude con un esame delle criticità connesse all'interpretazione del dettato normativo e alcuni suggerimenti per i *policy makers*, tra cui: la necessità di orientamenti per la formazione specifica dei consulenti; l'esigenza di prevenire opzioni di scelta predefinite basate sulla gamma di prodotti del distributore; la necessità di individuare linee guida per adattare le preferenze di sostenibilità, in caso di mancanza di specifici prodotti nella gamma di offerta della banca.

4.2 Impostazione grafica

L'analisi di *layouting*, ossia l'analisi degli aspetti di 'formattazione' che possono rendere più o meno agevole la lettura e la compilazione dei questionari da parte dei clienti si riferisce a 15 dei questionari in esame³⁰. Di questi 14 prevedono domande numerate e 13 contengono anche pagine numerate. Il font e l'interlinea sono generalmente adeguati, ossia scelti in modo da rendere la lettura non faticosa. Gli spazi grafici e l'utilizzo di caratteri speciali consentono di identificare agevolmente le domande e le aree dedicate alla risposta.

4.3 Struttura

Nella maggior parte dei casi, il questionario contiene un preambolo che ne spiega le finalità e identifica la normativa di riferimento ai sensi della quale l'intermediario raccoglie informazioni personali sul (potenziale) cliente. In un caso le singole sezioni e domande sono corredate da commenti laterali che ne illustrano la finalità, mentre in due casi non è previsto alcun preambolo e/o commento illustrativo.

In due terzi dei casi le domande sono raggruppate per aree tematiche omogenee che facilitano la concentrazione del lettore su un argomento alla volta. La sequenza dei quesiti è tale da proporre in posizione intermedia quelli più complessi ed evitare che i soggetti siano messi in difficoltà all'inizio dell'intervista (quando potrebbero scoraggiarsi dal continuare) o al termine (quando potrebbero essere troppo stanchi per rispondere accuratamente)³¹.

Tipologia e formato delle domande e delle alternative di risposta

L'esame della formulazione di domande e opzioni di risposta mette in luce la prevalenza di domande qualitative (che prevedono risposte formulate in forma di testo), rispetto a quelle quantitative (con risposte di tipo numerico), nonché di domande a risposta chiusa e, in particolare, a risposta politomica e a scala numerica (Tav. 4).

Nel 41% dei casi i questionari prevedono una o più domande filtro, che permettono di saltare uno o più quesiti successivi in funzione delle risposte fornite; la presenza dei filtri consente di ridurre l'onerosità del questionario a beneficio dell'efficacia della rilevazione, specie nei format più lunghi.

Il 23% dei questionari utilizza domande 'in batteria': in nessun caso è previsto un controllo con risposte a polarità invertita³². Peraltro, l'incidenza di queste domande non supera mai il 15% del totale dei quesiti compresi nel format.

30 In sette casi dal set informativo acquisito non è possibile desumere tutti gli elementi utili all'analisi di *layouting*.

31 Nei restanti casi, la difficoltà delle domande è talvolta decrescente e in altri casi non segue un andamento definito.

32 L'inserimento di risposte a polarità invertita, ossia l'inserimento tra le opzioni di risposta di scale invertite, può aiutare a controllare la tendenza inconscia dell'intervistato a posizionarsi sempre nello stesso punto nella scala delle risposte.

Tav. 4 – Tipologia di domande
(incidenza in percentuale del totale delle domande)

intermediario	n. domande	quantitative	qualitative	risposta chiusa					risposta aperta
				dicotomica	politomica o ad alternativa fissa	multipla	a scala numerica	a scala verbale	
1	31	29%	71%	35%	39%	--	10%	3%	13%
2	31	32%	68%	3%	48%	19%	23%	6%	--
3	26	42%	58%	4%	27%	27%	38%	4%	--
4	53	42%	58%	4%	27%	2%	38%	4%	--
5	21	43%	57%	--	29%	5%	43%	19%	5%
6	27	44%	56%	4%	48%	--	33%	4%	11%
7	33	39%	61%	18%	33%	3%	36%	9%	--
8	66	15%	85%	59%	15%	9%	12%	2%	3%
9	32	50%	50%	13%	28%	6%	44%	6%	3%
10	22	27%	73%	45%	14%	27%	9%	5%	--
11	21	48%	52%	10%	24%	5%	52%	5%	5%
12	31	45%	55%	6%	23%	--	45%	26%	--
13	44	43%	57%	9%	43%	--	41%	7%	--
14	34	35%	65%	--	56%	--	35%	9%	--
15	46	13%	87%	46%	22%	4%	17%	7%	4%
16	26	31%	69%	12%	27%	27%	27%	4%	4%
17	52	19%	81%	38%	25%	10%	10%	4%	13%
18	37	27%	73%	54%	11%	--	19%	3%	14%
19	37	16%	84%	41%	38%	3%	16%	3%	--
20	27	26%	74%	33%	37%	--	26%	4%	--
21	27	33%	67%	22%	37%	4%	33%	4%	--
22	28	36%	64%	29%	32%	--	32%	4%	4%
<i>incidenza media</i>		<i>34%</i>	<i>66%</i>	<i>22%</i>	<i>31%</i>	<i>7%</i>	<i>29%</i>	<i>6%</i>	<i>4%</i>

La risposta richiesta può essere chiusa o aperta. Le risposte chiuse possono essere: dicotomica (si/no), politomica (ossia ad alternativa fissa), multipla, a scala numerica o a scala verbale.

Profili linguistico-testuali

L'esame linguistico-testuale non rileva particolari criticità che compromettano chiarezza e comprensibilità dei questionari analizzati. La struttura sintattica inoltre appare lineare e fruibile.

La scelta lessicale privilegia termini semplici e di uso comune: l'utilizzo ricorrente di termini tecnici è stato rilevato solo in tre format. Nel 55% dei casi, tuttavia, le domande riferite alla valutazione della tolleranza al rischio (nei suoi tre profili: rischio oggettivo, rischio soggettivo e aversione alle perdite) potrebbero non risultare di

immediata comprensione mancando di esempi concreti o rappresentazioni grafiche adeguate, a fronte di una formulazione letterale piuttosto vaga³³.

Le domande non risultano in genere né connotate 'emotivamente' (*loaded question*) né riferite a più variabili insieme (*double-barreled questions*): solo nel 27% dei casi sono state individuate domande che insistono su più argomenti e prevedono risposte non necessariamente univoche³⁴.

Il 36% dei format raccolti include (fino a nove) domande formulate in modo tale da orientare potenzialmente la risposta e indurre acquiescenza (*leading question*). Il 45% dei questionari contiene nella sezione dedicata alla rilevazione di conoscenze ed esperienze (da uno fino a 11) quesiti fondati sull'auto-valutazione, seguendo un approccio non pienamente aderente rispetto ai citati Orientamenti ESMA (ESMA, 2018; Orientamento generale 4, Orientamenti di supporto, punti 46 e 47).

In merito alle domande che prevedono tra le opzioni di risposta la facoltà di non rispondere o di rispondere 'non so', come anticipato, è opportuno distinguere i quesiti volti a rilevare la conoscenza finanziaria, per i quali l'opzione 'non so' riduce il rischio di risposte casuali, da altri casi, per i quali va invece verificata la presenza di meccanismi bloccanti che inibiscano la prestazione del servizio di consulenza in caso di impossibilità di raccogliere informazioni chiave sul cliente.

L'opzione 'non so'/'non rispondo' è utilizzata nella sezione riferita alle conoscenze nel 68% dei format analizzati e anche in altre sezioni nel 27% dei casi (con un'incidenza rilevante nelle sezioni riferite alla situazione finanziaria solo in tre questionari³⁵).

4.4 Algoritmi di profilazione

Le informazioni raccolte tramite i questionari vengono elaborate, come già ricordato, da specifici algoritmi al fine di determinare il profilo finanziario del cliente.

I profili sono distribuiti in classi crescenti di conoscenze/esperienze, 'aggressività' degli obiettivi di investimento, e così via. La maggior parte degli intermediari del campione prevede 4 o 5 classi per ciascun profilo, con un range compreso tra un minimo di 3 e un massimo di 6.

Con riferimento al perimetro delle informazioni raccolte e utilizzate per la profilazione del cliente, l'esame degli algoritmi ha fatto emergere che, in alcuni casi, non tutte le risposte ai quesiti del questionario vengono valorizzate. Talvolta, infatti, alcune informazioni – quali, ad esempio, l'età del cliente o le esigenze assicurative –

33 In particolare, in un caso l'utilizzo di elementi grafici non sufficientemente dettagliati e auto-esplicativi può compromettere la validità delle risposte acquisite (riferite rispettivamente alle preferenze per il rischio - rischio soggettivo - e all'avversione alle perdite).

34 Un format, in particolare, contiene un quesito *double-barreled* riferito sia al rischio soggettivo (nei termini di un'auto-valutazione della tolleranza al rischio) sia all'avversione alle perdite.

35 In un caso, in particolare, l'opzione è valorizzabile dal cliente fino a un terzo delle domande dell'intero questionario e l'intermediario non ha previsto meccanismi bloccanti nell'eventualità di una selezione ripetuta dell'opzione stessa.

sono usate ai fini della definizione della strategia commerciale dell'intermediario o per l'effettuazione di controlli interni o sono del tutto ignorate. Tale circostanza potrebbe incidere sulla accuratezza della profilazione qualora comportasse l'esclusione di variabili rilevanti, oltre a ingenerare nel cliente una percezione scorretta circa il perimetro delle informazioni utilizzate per la profilazione.

Il 77% degli operatori prevede controlli di coerenza interna, ossia controlli di congruenza e non contraddizione tra le risposte fornite dal cliente a domande appartenenti alla medesima sezione (infra-sezionali) o a sezioni diverse (inter-sezionali). Tali controlli, applicati all'interno della procedura informatica per la compilazione del questionario, possono avere la natura di un mero *alert* o di un *warning* bloccante. Tuttavia, i controlli di coerenza previsti dai soggetti del campione non appaiono sempre esauritivi, in quanto, in taluni casi, non interessano specifiche sezioni del questionario³⁶.

È stato, peraltro, riscontrato il ridotto utilizzo di prescrizioni agli addetti circa le azioni che dovrebbero intraprendere nei confronti del cliente in caso di esito negativo dei controlli di coerenza. Una compiuta regolamentazione interna delle condotte del personale ne ridurrebbe, infatti, la discrezionalità e il conseguente rischio di condotte opportunistiche.

Per quanto concerne, invece, le verifiche di affidabilità delle dichiarazioni rilasciate dal cliente per il tramite di altre fonti informative a disposizione degli intermediari, meno della metà del campione svolge controlli della specie.

Con un'analisi quantitativa degli algoritmi³⁷ è stata dedicata specifica attenzione all'individuazione di eventuali impostazioni che possono favorire l'attribuzione al cliente di un profilo meno prudenziale rispetto a quello effettivo.

A tal fine, si è proceduto a raccogliere presso il campione tutte le informazioni relative all'algoritmo utilizzato per la definizione del profilo del cliente, quali: i punteggi previsti per le diverse opzioni di risposta a ciascuna domanda, il peso di ciascuna domanda nella relativa sezione di appartenenza, il peso di ciascuna sezione nell'economia dell'intero questionario, i controlli di coerenza tra domande (ivi inclusi i meccanismi di inclusione/esclusione di talune domande in via subordinata alle risposte fornite dal cliente ad altre domande), le logiche di aggregazione dei punteggi risultanti per ciascuna sezione, le fasce di punteggio previste per l'assegnazione del cliente a uno o più profili ad esito del processo di profilazione.

Sulla base del set di informazioni raccolte, per ognuno dei 22 soggetti del campione, è stata svolta, tramite lo sviluppo di apposite routine, una simulazione della compilazione, su base casuale, di un numero di questionari proporzionato alla

36 Ci si riferisce, ad esempio, a controlli di coerenza tra l'età del cliente e l'orizzonte temporale dichiarato dallo stesso per i propri investimenti.

37 Come ulteriormente precisato di seguito, le risultanze rappresentate nel prosieguo sono il frutto dei seguenti passaggi: classificazione dei questionari in *clusters* definiti in funzione dei profili sintetici che individuano l'output del processo di profilazione; la 'standardizzazione' delle classi in cui si articolano i profili sintetici a quattro o a cinque, rispettivamente nei casi in cui fossero presenti più profili sintetici o un profilo unico; aggregazione dei dati risultanti dalle simulazioni riferibili al campione.

dimensione di ciascun intermediario, con la conseguente determinazione del profilo di clienti 'ipotetici' sulla scorta delle specifiche regole definite da ciascun operatore.

Con riguardo all'output del processo di profilazione, ciascun intermediario adotta regole proprie per l'aggregazione delle informazioni raccolte dalla clientela, prevedendo, ad esito del processo, la definizione di uno o più profili: in alcuni casi si tratta di un profilo unico che raccoglie le risultanze di tutte le informazioni disponibili; in altri casi si definiscono più profili sintetici (in generale, profilo sintetico di conoscenza/esperienza e profilo sintetico di rischio³⁸) riconducibili ad alcuni *drivers* previsti dalla normativa; in altri ancora, la raccolta di informazioni relative a ciascun *driver* determina l'assegnazione al cliente ad altrettanti profili (ad esempio, profilo di conoscenza, profilo di esperienza, profilo di situazione finanziaria)³⁹.

Pertanto, a valle del processo di simulazione, per garantire la confrontabilità dei risultati, si è proceduto a raggruppare i 22 questionari analizzati sulla base di caratteristiche comuni (in termini di regole di aggregazione delle informazioni raccolte dai clienti in uno o più profili) secondo il seguente schema (Tav. 5):

Tav. 5 – Output del processo di profilazione

		numero questionari
a.	profilo sintetico di conoscenza/esperienza + profilo sintetico di rischio	12
b.	profilo sintetico di conoscenza/esperienza + obiettivi di investimento + tolleranza al rischio + situazione finanziaria	2
c.	profilo unico (inclusivo di tutti i <i>driver</i> previsti dalla normativa)	8
<i>totale</i>		22

Il processo di simulazione è stato basato, laddove disponibile, sul/i profilo/i più sintetico/i utilizzato/i da ciascun soggetto del campione. Si precisa, peraltro, che nonostante il ricorso diffuso a uno o più profili sintetici, la totalità del campione valorizza autonomamente anche ciascun *driver* risultante dal processo di profilazione nell'ambito dei singoli controlli di adeguatezza effettuati in occasione dell'operatività del cliente (cosiddetta adeguatezza multivariata).

Con riferimento ai 14 questionari (12 di cui al punto a. e 2 di cui al punto b. della Tav. 5) che prevedono la definizione di un profilo sintetico di conoscenza ed esperienza, in esito alle analisi condotte sugli algoritmi utilizzati, è emersa la seguente distribuzione (Tav. 6):

- 38 Profilo sintetico risultante dalla combinazione delle informazioni relative alla situazione finanziaria, compresa la capacità di sostenere le perdite, e obiettivi di investimento, compresa la tolleranza al rischio.
- 39 Nel 36% dei casi le procedure degli intermediari prevedono regole di 'riduzione' (cosiddetto *malus*) del profilo dell'investitore applicate in ottica prudenziale al termine della profilazione del cliente. Tali regole possono permettere, ad esempio, di ancorare il profilo di rischio individuato in sede di valutazione di adeguatezza al profilo individuato in sede di valutazione di appropriatezza, ove quest'ultimo sia più basso, o possono prevedere un meccanismo di correzione al ribasso del profilo cliente in funzione delle risposte fornite a specifiche domande.

Tav. 6 – Distribuzione profilo sintetico di conoscenza/esperienza

questionario	basso	medio-basso	medio-alto	alto
1	57,9%	33,69%	7,91%	0,51%
2	52,9%	47,1%	0,0%	0,0%
3	2,5%	28,1%	61,1%	8,3%
4	0,5%	24,4%	58,0%	17,2%
5	2,3%	47,1%	45,3%	5,3%
6	13,8%	42,5%	33,7%	10,0%
7	60,6%	13,8%	19,9%	5,6%
8	53,1%	32,8%	13,8%	0,3%
9	16%	37%	32%	14%
10	27,8%	47,7%	22,7%	1,8%
11	6,7%	44,9%	44,9%	3,5%
12	0,2%	5,2%	94,2%	0,4%
13	25,9%	52,5%	20,0%	1,6%
14	57,9%	37,6%	1,0%	3,5%
media	27,0%	35,3%	32,5%	5,1%

Dalla tabella emerge che la distribuzione dei profili sintetici risulta orientata, in prevalenza, verso profili più prudentiali. In particolare:

- nell'ambito delle 4 fasce⁴⁰ previste per la classificazione del profilo di conoscenza ed esperienza, i profili intermedi – ossia 'medio-basso' e 'medio-alto' presentano le frequenze maggiori di clienti 'ipotetici' (con un dato medio pari rispettivamente al 35,3% e 32,5%);
- il profilo 'alto' – ossia quello relativo ai clienti con conoscenze ed esperienze elevate – riveste un'incidenza residuale e pari, in media, al 5% (solo in due casi tale incidenza risulta pari o superiore al 10%);
- i profili 'basso' (frequenza media attorno al 27%) e 'medio-alto' (frequenza media pari al 32,5%) presentano una variabilità maggiore rispetto agli altri profili (con singole frequenze superiori al 50% e con picco assoluto sul profilo 'medio-alto' pari al 94,2% in corrispondenza di un intermediario);
- l'indice di asimmetria⁴¹ della distribuzione dei profili è positivo per 11 intermediari e negativo per i restanti tre (seppur molto prossimo allo zero).

40 Profilo sintetico di conoscenza/esperienza 'basso', 'medio-basso', 'medio-alto', 'alto'.

41 Per il calcolo in parola si è preso a riferimento un indice statistico che fornisce informazioni sul grado di simmetria/asimmetria di una distribuzione di n dati quantitativi rispetto a una distribuzione normale. L'indice in parola è tale per cui: se l'indice è pari a 0 la distribuzione risulta simmetrica; se l'indice è maggiore di zero la distribuzione è asimmetrica positiva ossia presenta una concentrazione maggiore delle osservazioni nella parte sinistra della distribuzione (nel caso di specie verso profili più prudentiali); viceversa, se l'indice è minore di zero, la distribuzione è asimmetrica negativa.

Per quanto attiene, invece, alle risultanze delle analisi condotte a valere sui 12 intermediari le cui procedure prevedono la determinazione di un profilo sintetico di rischio (punto a. in Tav. 5), sono state raccolte le seguenti evidenze (Tav. 7):

Tav. 7 – Distribuzione profilo sintetico di rischio

questionario	basso	medio-basso	medio-alto	alto
1	13,4%	38,3%	31,5%	16,9%
2	2,5%	41,1%	50,3%	6,1%
3	2,0%	40,8%	52,2%	4,9%
4	15,9%	77,9%	6,2%	0,0%
5	87,1%	8,3%	3,0%	1,5%
6	35,1%	39,2%	21,8%	4,0%
7	32,5%	52,4%	14,9%	0,2%
8	5,2%	23,9%	61,5%	9,4%
9	22,1%	30,2%	27,2%	20,6%
10	20,6%	32,1%	19,4%	27,9%
11	11,3%	46,5%	38,6%	3,7%
12	22,9%	57,2%	3,4%	16,5%
media	22,5%	40,6%	27,5%	9,3%

Alla luce delle risultanze sopra rappresentate, si osserva che:

- tra le quattro fasce⁴² previste per la classificazione del profilo di rischio, si registra la maggior concentrazione di clienti 'ipotetici' (in media il 40,6%) in corrispondenza del profilo 'medio-basso';
- il profilo 'alto' – ossia quello relativo ai clienti con profilo di rischio più aggressivo – presenta un'incidenza media pari a circa il 9,3% (con un picco relativo a singoli intermediari pari al 27,9%);
- i profili 'basso' e 'medio-alto' (con un'incidenza media che si attesta, rispettivamente attorno al 22,5% e al 27,5%) presentano una variabilità maggiore rispetto agli altri profili (facendo registrare un picco massimo del 87,1% nel primo caso e 61,5% nel secondo);
- l'indice di asimmetria è positivo per 11 intermediari e negativo in un solo caso. Peraltro, ad eccezione di quattro casi con elevata asimmetria positiva (significativamente orientata pertanto verso profili più prudenziali), nella maggior parte dei casi l'indice di asimmetria è vicino allo zero e dunque non lontano dalla condizione di simmetria.

42 Profilo sintetico di rischio 'basso', 'medio-basso', 'medio-alto', 'alto'.

Con riferimento al profilo unico utilizzato da 8 intermediari del campione (punto c. in Tav. 5), a fronte di 5 fasce previste per la classificazione della clientela ('basso', 'medio-basso', 'medio', 'medio-alto' e 'alto'), sono emerse le seguenti evidenze:

Tav. 8 – Distribuzione profilo unico

questionario	basso	medio-basso	medio	medio-alto	alto
1	54,0%	22,2%	15,0%	8,0%	0,8%
2	16,6%	37,5%	40,0%	5,9%	0,0%
3	0,0%	0,3%	96,1%	3,5%	0,0%
4	12,6%	29,0%	31,1%	25,2%	2,1%
5	4,6%	40,1%	44,8%	10,5%	0,0%
6	1,6%	26,1%	49,2%	22,8%	0,2%
7	0,0%	0,2%	22,4%	64,5%	12,9%
8	6,1%	28,4%	33,6%	23,9%	8,0%
media	11,9%	23,0%	41,5%	20,5%	3,0%

Sulla base di quanto rappresentato è possibile constatare che:

- il profilo 'medio' risulta il profilo modale con la maggior incidenza di clienti 'ipotetici' (in media il 41,5%, con picchi sino al 96,1%); fa eccezione un solo intermediario per cui tale profilo rappresenta solo il 15% del totale dei clienti 'ipotetici';
- il profilo 'alto' – ossia quello meno prudentiale – riveste un'incidenza residuale e pari, mediamente, al 3% (con singole incidenze fino al 12,9%);
- i profili 'medio-basso' e 'medio-alto' fanno registrare un'incidenza simile di clienti 'ipotetici', rispettivamente pari a circa il 23% e il 20,5%;
- l'indice di asimmetria è positivo per 6 intermediari (con valori maggiori di uno in tre casi) e negativo per i restanti 2; si evidenzia, pertanto, un'asimmetria in media verso profili più prudentiali.

Con riferimento, da ultimo, ai due soggetti (punto b. in Tav. 5) che non prevedono un profilo sintetico di rischio – pur prevedendo un profilo sintetico di conoscenza/esperienza – ma la valorizzazione dei singoli *driver* di obiettivi di investimento, tolleranza al rischio, situazione finanziaria e profilo di rischio, è emerso che:

- nel primo caso le distribuzioni dei singoli *driver* non presentano particolari distorsioni, approssimando una distribuzione normale;
- nel secondo caso:
 - i. la situazione finanziaria è concentrata nel 95% dei casi nelle fasce 'media' e 'medio-alta' (di cui il 61% nella fascia 'media');

- ii. l'obiettivo di investimento è concentrato nella fascia 4⁴³ per oltre il 45%;
- iii. il profilo di rischio ha una distribuzione sostanzialmente simmetrica.

In sintesi, dunque, le analisi condotte con riferimento agli algoritmi sottesi al processo di profilazione della clientela adottati dagli intermediari del campione dimostrano in via generale un approccio non distorsivo.

Peraltro, l'analisi degli algoritmi e dei quesiti utilizzati da ciascun soggetto per la profilazione della clientela ha portato all'individuazione di alcuni punti di attenzione⁴⁴ – di natura quantitativa e/o qualitativa – che attengono, tra l'altro, a:

- ridotta rilevanza attribuita al processo di calibrazione dei punteggi e delle fasce di profilazione;
- criteri di assegnazione dei punteggi alle varie opzioni di risposta non sempre coerenti; in particolare, sono stati riscontrati casi in cui, ad esempio, i punteggi attribuiti alle domande presenti nella sezione conoscenza ed esperienza non risultavano differenziati in funzione del grado di complessità degli strumenti finanziari;
- non esaustività dei controlli di coerenza, spesso limitati a poche domande o a specifiche sezioni del questionario;
- sporadico ricorso a chiare e precise indicazioni agli addetti circa le azioni da intraprendere nei confronti del cliente, in caso di esito negativo dei controlli di coerenza;
- definizione di *ranges* di punteggio – funzionali all'attribuzione del profilo di rischio / conoscenza ed esperienza – connotati da un'ampiezza disomogenea senza specifiche motivazioni; in taluni casi tali *ranges* di punteggio sono risultati più ampi per le fasce medio/alte rispetto a quelle più prudenziali con il risultato di rendere più probabile l'assegnazione del cliente alle prime rispetto alle seconde;
- per taluni algoritmi risultanze della simulazione che portano ad una marginalizzazione del profilo più basso.

4.5 Sviluppo dei questionari e procedure di somministrazione e di aggiornamento dei profili

La fase di sviluppo dei questionari di profilazione – nonché degli algoritmi sottostanti – riveste un ruolo centrale al fine di definire uno 'strumento' idoneo a raccogliere e identificare in modo puntuale le caratteristiche della clientela. In proposito, circa la metà del campione di intermediari esaminato ha fatto ricorso a soggetti esterni (*outsourcing*) per ricevere supporto nell'elaborazione dei questionari. Talvolta gli

43 Le fasce previste sono ordinate secondo una scala crescente da 1 (obiettivo di investimento più conservativo) a 5 (obiettivo di investimento più aggressivo).

44 I profili in parola sono stati, peraltro, oggetto di dedicate iniziative di vigilanza condotte dalla CONSOB.

intermediari individuano specialisti esterni differenti per lo sviluppo dei questionari di profilazione da un lato e per la mappatura degli strumenti finanziari dall'altro.

Con riguardo a un sottogruppo di 12 intermediari del campione di rilevazione, sono state raccolte evidenze anche in merito alle modalità adottate per la somministrazione alla clientela del questionario di profilazione. Sei intermediari, tra quelli coinvolti nella presente analisi, prevedono che i questionari vengano somministrati al cliente esclusivamente presso i propri locali a cura del personale in possesso dei requisiti previsti dalla normativa; in cinque casi il questionario può essere compilato anche in autonomia dal cliente tramite gli strumenti di *home banking* e in un caso la compilazione attraverso il canale digitale è consentita solo in fase di aggiornamento del profilo e non in caso di prima profilazione.

Per quanto concerne il periodo di validità del questionario, sulla base delle informazioni disponibili sono state analizzati 18 dei 22 intermediari del campione: dodici format hanno validità triennale; in quattro casi il periodo di validità si riduce a uno o due anni; in due oscilla (rispettivamente tra i 12 e i 24 mesi e tra i 18 e i 36 mesi) in funzione del profilo di rischio del cliente (più è alto il profilo di rischio più è frequente l'aggiornamento) o della sua età (frequenza di aggiornamento maggiore/minore nel caso in cui l'età sia superiore/inferiore a una soglia predefinita).

A seguito della scadenza del questionario o, al più, dopo un ulteriore 'periodo di grazia' di qualche mese, previsto per favorire i contatti con il cliente, in caso di mancato aggiornamento delle informazioni, risulta generalmente bloccata l'operatività di sottoscrizione/acquisto (le operazioni in vendita sono invece possibili).

Nell'ottica di prevenire eventuali riprofilazioni opportunistiche della clientela, la gran parte degli intermediari presi in considerazione prevede misure procedurali *ex ante* quali: l'approvazione della revisione delle risposte fornite durante il periodo di validità del questionario da parte di organi centrali (ad esempio *compliance*); un periodo di immodificabilità del questionario successivamente alla sua compilazione/aggiornamento; un *cooling-off period* che differisca di un periodo di tempo predefinito (ad esempio 30 giorni) la validità dell'aggiornamento avvenuto prima della naturale scadenza in caso di innalzamento del profilo.

5 Conclusioni

Il presente lavoro, in continuità con l'indagine condotta nel 2012, ha analizzato aspetti caratterizzanti il processo di profilazione ai fini della valutazione di adeguatezza condotto da un campione di 22 intermediari bancari, rappresentativi del mercato domestico.

L'analisi è stata incentrata, in prevalenza, sul questionario di profilazione e in particolare su:

- i contenuti e la struttura del format, in termini di valorizzazione delle principali variabili previste dalla normativa e di quelle che, secondo la letteratura, sono rilevanti per la profilazione di un investitore;

- i controlli previsti dagli intermediari a valere sulle informazioni rese dalla clientela;
- gli algoritmi sottesi al questionario;
- le modalità di strutturazione, somministrazione e aggiornamento del questionario.

Le evidenze raccolte mostrano, in via generale, un quadro caratterizzato dalla presenza di strumenti di rilevazione delle caratteristiche dei clienti di maggior qualità rispetto a quanto emerso da precedenti indagini condotte dalla CONSOB nel 2012, anche per effetto sia della continua azione di vigilanza condotta dalle Autorità sulla materia sia del progressivo affinamento del quadro normativo europeo.

In particolare, è stato riscontrato un innalzamento del livello di completezza e chiarezza dei contenuti e dei termini impiegati. Anche con riguardo agli algoritmi utilizzati dagli intermediari per la determinazione dei profili cliente sono stati riscontrati elementi di attenzione circoscritti.

A fronte di ciò, permangono, allo stato attuale, i seguenti aspetti, più o meno presenti presso i singoli intermediari del campione, suscettibili di miglioramento:

- la presenza, in misura ancora significativa, di domande di natura auto-valutativa;
- la ridotta previsione di domande attinenti alla comprensione diretta del concetto di *bail-in*;
- debolezze nel processo di calibrazione dei punteggi e delle fasce di profilazione;
- l'assegnazione di punteggi non adeguatamente differenziati alle varie domande (ad esempio in funzione del grado di complessità degli strumenti ai quali esse si riferiscono);
- nell'ambito dell'assegnazione del profilo finanziario al cliente, previsione di range di punteggio per ciascuna classe connotati da un'ampiezza disomogenea, in particolare per quanto riguarda le fasce medio-alte;
- mancata valorizzazione, nell'assegnazione del profilo finanziario al cliente, di talune informazioni raccolte in sede di somministrazione del questionario;
- scarsa ampiezza dei controlli di coerenza interna delle informazioni raccolte;
- non significativa diffusione di verifiche (tramite altri questionari/database a disposizione degli intermediari) delle dichiarazioni fornite dalla clientela in sede di profilazione (controlli di coerenza 'esterna').

Nel contesto ivi descritto, stante l'assenza di obblighi normativi in materia di sostenibilità nel periodo di adozione dei questionari di profilazione oggetto della presente analisi, si è registrata l'assenza / mancata valorizzazione di domande volte a raccogliere e valutare le preferenze del cliente in ambito ESG. La quasi totalità degli intermediari del campione ha, peraltro, reso noto di aver avviato specifici progetti finalizzati alla revisione del questionario al fine di recepire le recenti modifiche normative sul tema.

Riferimenti bibliografici

- 2° Investing Initiative (2DII, 2022), Please Don't Let Them Be Misunderstood! How financial advisors consider clients' sustainability motivations before the upcoming MiFID II Delegated Act, <https://2degrees-investing.org/resource/please-dont-let-them-be-misunderstood/>
- Alemanni, B. (2022), Retail Investors' Attitude and Preferences and Sustainable Investing Regulation, in Linciano, N., C. Guagliano e P. Soccorso (2022), Information as a Driver of Sustainable Finance. The European Regulatory Framework, Palgrave MacMillan
- Anderson, A. e D.T. Robinson (2019), Knowledge, Fear and Beliefs: Understanding Household Demand for Green Investments, Swedish House of Finance Research Paper n. 19-6
- Brodback, D., N. Guenster e D. Mezger (2019), Altruism and egoism in investment decisions, Review of Financial Economics, Volume 37, Issue 1, Special Issue on Behavioral Finance
- CONSOB (2020), La relazione consulente-cliente. Indagine *mirroring* su sostenibilità e investimenti, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/rep-mirroring>
- CONSOB (2021), Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>
- Deloitte (2020), ESG preferences and MiFID suitability. The challenges posed by the EU's new requirements and how these might be tackled
- De Palma, A. e N. Picard (2010), Evaluation of MiFID Questionnaires in France, Study for the AMF, www.amf-france.org
- Dorfleitner, G. e M. Nguyen (2016), Which proportion of SR investments is enough? A survey-based approach, Business Research, ISSN 2198-2627, Springer, Heidelberg, Vol. 9, Iss. 1, pp. 1-25
- ESMA - European Securities and Markets Authority (2012), Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID, 2012/387 IT, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf
- ESMA - European Securities and Markets Authority (2018), Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, 06/11/2018 | ESMA35-43-1163 IT, http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163.pdf/0594bad-d-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2

- ESMA - European Securities and Markets Authority (2021), Public Statement, ESMA presents the results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II suitability requirements, 21 July 2021, ESMA35-43-2748, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-areas-improvement-in-compliance-mifid-ii-suitability>
- ESMA - European Securities and Markets Authority (2022), Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 23 September 2022, ESMA35-43-3172, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3172_final_report_on_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf
- ESMA - European Securities and Markets Authority (2022b), Public statement to investment firms on the impact of inflation in the context of investment services to retail clients, ESMA35-43-3328, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reminds-firms-impact-inflation-in-context-investment-services-retail>
- Falk, A., A. Becker, T. Dohmen, D. Huffman e U. Sunde (2016), The Preference Survey Module: A Validated Instrument for Measuring Risk, Time, and Social Preferences, IZA DP No. 9674. Hastings, J.S. e O.S. Mitchell (2018), How financial literacy and impatience shape retirement wealth and investment behaviors, PRC WP2018-10, Pension Research Council Working Paper
- Financial Services Authority (FSA, 2011), Assessing suitability: establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection, <http://www.fca.org.uk/static/documents/final-guidance/fsa-fg11-05.pdf>
- Holt, C.A. e S.K. Laury (2002), Risk Aversion and Incentive Effects, American Economic Review, 2002, n. 92, pp. 1644-1655
- Keirse, D. (1978), Please understand me II: temperament, character, intelligence, 1st Ed., Prometheus Nemesis Book Co
- Linciano, N. e P. Soccorso (2012), La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario, CONSOB, Discussion paper n. 4
- McCrae, R. e P.T. Costa (1997), Personality trait structure as a human universal, American Psychologist, 52 (5), 509-516
- Nosic, A. e M. Weber (2010), How Risky Do I Invest: The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions and Overconfidence, Decision Analysis, Vol. 7, pp. 282-301
- Paetzold, F. e T. Busch (2014), Unleashing the Powerful Few: Sustainable Investing Behaviour of Wealthy Private Investors, Organization & Environment
- Paetzold, F. e E. Marti (2016), From Equivocal to Complex-How powerful sensegivers influence sensemaking of less powerful actors, Academy of Management Proceedings
- Pan, C. e M. Statman (2013), Investor Personality in Investor Questionnaires, Journal of Investment Consulting, 14(1), 48-56

- Pompian, M. (2012), Behavioral Finance and Investor Types, Private Wealth Management, CFA Institute
- Roszkowski, M. e J. Grable (2005), Estimating Risk Tolerance: The Degree of Accuracy and the Paramorphic Representations of the Estimate, Financial Counseling and Planning
- Schoenmaker, D. e W. Schramade (2019), Principles of sustainable finance, Oxford University Press
- Schroders (2019), Le persone sono incoraggiate a investire in modo sostenibile?, Global Investor Study 2019
- Sparkes, R. e C.J. Cowton (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52, 45–57, <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033106.43260.99>
- Wiesel, M., K.O.R. Myrseth e B. Scholtens (2017), Social Preferences and Socially Responsible Investing: A Survey of U.S. Investors, Working Papers in Responsible Banking & Finance, WP N° 17-002 1st Quarter 2017

Recenti pubblicazioni

- 11** – novembre 2022
Discussion papers Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza
Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani
F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso
- 89** – settembre 2022
Quaderni di finanza Attitudine alla pianificazione finanziaria delle famiglie italiane
M. Brunetti, R. Ciciretti, M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 24** – giugno 2022
Quaderni giuridici Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale:
una ricerca per un nuovo tipo di emittente
D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi
- 23** – maggio 2022
Quaderni giuridici Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini
- 10** – luglio 2021
Discussion papers L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice
- 9** – gennaio 2021
Discussion papers Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici The Prospectus Regulation
The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale
introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018

- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
 Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
 Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale
 per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia
 dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati
 in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza Boardroom gender diversity and performance
 of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
 Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
 Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018
Discussion papers Il costo dei fondi comuni in Italia.
 Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso
- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies
 listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli
- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential
 and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini
- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella