



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'informazione nella relazione intermediario-cliente

La tutela dell'investitore tra deficit cognitivi e *bias* comportamentali

Paola Soccorso

Ufficio Studi Economici della Consob



Outline

- I presidi a tutela del risparmiatore secondo l'approccio tradizionale
- I limiti dell'approccio tradizionale: la letteratura economica e le evidenze empiriche
- Le ricerche svolte dalla Consob
 - L'analisi dei «questionari MiFID»
 - Rappresentazione e percezione del rischio: un esercizio di *consumer testing*
- Riflessioni e questioni aperte

I presidi a tutela del risparmiatore secondo l'approccio tradizionale

Le regole di condotta

garantiscono correttezza e trasparenza dei comportamenti,
eliminando o mitigando gli effetti di conflitti di interessi

Le regole di trasparenza

pilastro fondamentale della tutela dell'investitore, che
permette all'investitore di compiere scelte consapevoli

I programmi di educazione finanziaria

tesi a colmare le lacune cognitive



I limiti dell'approccio tradizionale (1/2)

Tutti i presidi previsti dalla normativa di riferimento si fondano sulle ipotesi di razionalità e omogeneità dei comportamenti individuali

L'individuo reale, invece,

- sceglie l'obiettivo rispetto a un punto di riferimento soggettivo
- è impaziente e incoerente
- può non avere le capacità di comprendere l'informazione disponibile o di «usarla» correttamente



I limiti dell'approccio tradizionale (2/2)

Pertanto:

la corretta applicazione delle regole di condotta può associarsi a reazioni impreviste degli investitori

la trasparenza può trovare un limite nel *framing effect*

investor education «tradizionale» può alimentare *overconfidence* e avere effetti controproducenti

Le ricerche svolte dalla Consob

- L'analisi dei «questionari MiFID»
(Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire, DP No. 4, July 2012, available at <http://www.consob.it/>)
- Rappresentazione e percezione del rischio: un esercizio di *consumer testing*
(in corso di pubblicazione;
si prega di non citare senza autorizzazione)

Le ricerche svolte dalla Consob

Il punto di partenza

- Gli strumenti utilizzati per la profilatura della clientela (cosiddetti «Questionari MiFID») sono validi e attendibili? Consentono di misurare la tolleranza al rischio degli investitori?

La psicometria fornisce criteri e strumenti analitici per la definizione di un questionario «valido» e «attendibile», essendo tale uno strumento che misura realmente ciò che si è prefissato di misurare (validità) e che consente di ottenere una misura caratterizzata da un margine di errore contenuto (attendibilità) (Roszkowski et al., 2005)

- Qual è il modo più efficace per rappresentare l'informazione?

Dal momento che il rischio percepito è *context dependent*, la rappresentazione del rischio riveste un ruolo fondamentale: una comunicazione efficace tiene conto non solo del contenuto, ma anche del 'contenitore', ossia del format e del canale attraverso cui l'informazione viene veicolata



L'analisi dei «questionari MiFID»

Analisi di 20 questionari somministrati dagli intermediari italiani

- Aspetti procedurali (elaborazione e somministrazione)
- **Contenuti**, con particolare riferimento alla rilevazione della tolleranza al rischio (psicometria)
- Alcuni profili di **validità e attendibilità**
 - *Layouting*
 - Struttura (preambolo finalità questionario, raggruppamento domande per aree tematiche, sequenza per grado di complessità)
 - Tipologia di domande (batteria, *loaded*, *leading*, *barreled*)
 - Profili linguistico-testuali



I contenuti del questionario

Le indicazioni della MiFID 2004/39/CE e della Direttiva di attuazione 2006/73/CE

esperienze e conoscenze:

1a) servizi/operazioni/
strumenti finanziari con i
quali il cliente ha
dimestichezza

1b) natura/volume/*holding*
period/frequenza delle
operazioni realizzate

1c) livello di istruzione e
professione o, se rilevante,
precedente professione

situazione finanziaria:

2a) fonte e consistenza
del reddito regolare

2b) attività, comprese le
attività liquide

2c) investimenti e beni
immobili

2d) impegni finanziari
regolari

obiettivi

d'investimento:

3a) periodo di tempo per
il quale il cliente
desidera conservare
l'investimento

3b) preferenze in
materia di rischio

3c) profilo di rischio

3d) finalità
dell'investimento



I contenuti del questionario

Le indicazioni della letteratura

- Le informazioni da censire sono quelle suggerite dalla teoria economica e dall'evidenza empirica
 - caratteristiche socio-demografiche, quali razza, età, genere, area di residenza, occupazione, composizione familiare, etc.
 - conoscenza dei concetti finanziari di base, fonti informative consultate, esiti delle scelte d'investimento precedenti
 - stabilità del reddito (prospettive di carriera, aspettative di pensionamento); reddito di famiglia; previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico
 - preferenze verso il tempo (tasso di sconto/grado di impazienza), capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo), tratti psicologici (*overconfidence*, avversione alle perdite, tolleranza emotiva del rischio, etc.)

Non tutte le informazioni, però, sono agevolmente misurabili ...

I profili di validità e attendibilità del questionario

Le indicazioni della letteratura

- Rispetto a ciascun *item* vanno individuate le domande rilevanti, in equilibrio tra attendibilità ed esigenza di parsimonia
- La formulazione e la struttura delle domande deve essere tale da evitare:
 - termini IMPRECISI, che possono essere fraintesi, o al contrario termini TECNICI, che possono risultare di difficile comprensione
 - L'AUTOVALUTAZIONE
 - ACQUIESCENZA (domande dicotomiche) o AUTOMATISMO (domande a «batteria»)
 - risposte INDOTTE dal desiderio di rappresentarsi (e auto-rappresentarsi) diversamente da come si è (domande LEADING)
 - Risposte non univoche (domande BARRELED)



I risultati della ricerca Consob (1/3)

- Con riferimento alla rilevazione di esperienze/conoscenze, dei 20 questionari analizzati...

- **AUTOVALUTAZIONE** 20



- **BARRELED** 10



- **IMPRECISE/TECNICHE** 9



- **LEADING** 6





I risultati della ricerca Consob (2/3)

- Tra i questionari che rilevano preferenze e profilo di rischio ...

- **IMPRECISE/TECNICHE** **16**



- **AUTOVALUTAZIONE** **7**



- **BARRELED** **6**

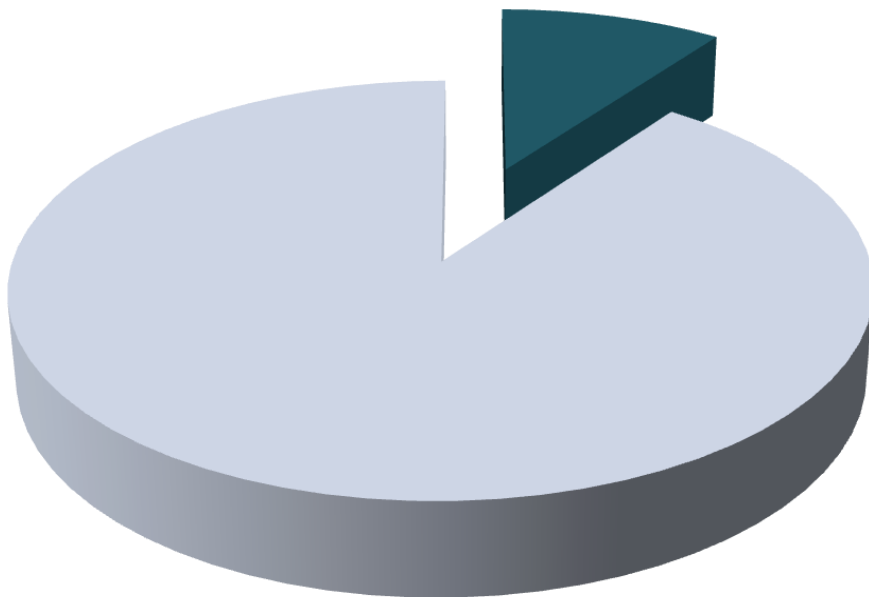


- **LEADING** **5**



I risultati della ricerca Consob (3/3)

solo 2 questionari su 20 ...



... possono considerarsi sufficientemente chiari, efficaci e “validi” poiché utilizzano domande precise e identificano univocamente la tolleranza al rischio

L'analisi dei «questionari MiFID» e le linee guida ESMA

- Mentre la Consob pubblicava il Discussion Paper n. 4, l'Esma stava elaborando le proprie linee guida
 - *Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements, 06 July 2012, ESMA/2012/387*
- È solo un tassello nella filiera dei processi che compongono la relazione intermediario-cliente...
- ... ma è un tassello importante!
 - Al proposito, è necessario intervenire anche con un'attività di *education* indirizzata agli investitori, che non sono consapevoli dell'importanza di un corretto scambio informativo tra intermediario e cliente

La rappresentazione del rischio

Consumer testing in collaborazione con UNIVPM

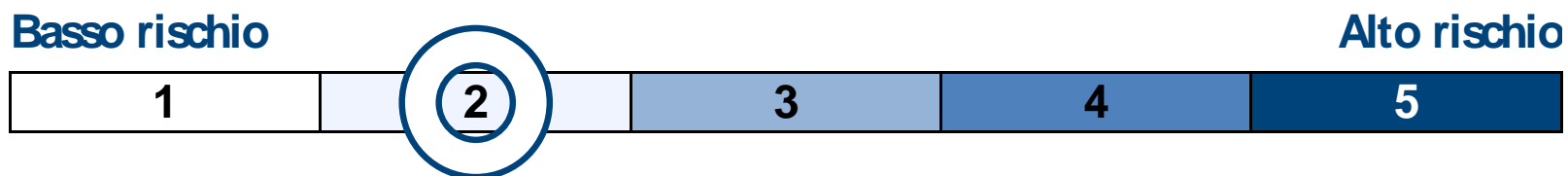
- Il progetto analizza la relazione tra rappresentazione delle caratteristiche di uno strumento finanziario e ...
 - ... percezione del rischio
 - ... propensione a investire
- Sono state sottoposte a 254 investitori *retail* italiani quattro modalità di rappresentazione del rischio ...
 - ... indicatore sintetico, elenco dettagliato di diversi indicatori, scenario di performance *what-if* e modellistica dei rendimenti attesi
- ... relativamente a quattro prodotti finanziari
 - un'obbligazione strutturata in circolazione
 - un'obbligazione strutturata di nuova emissione
 - due azioni

I prodotti e le schede informative

Product	Information sheet	Template
Outstanding structured bond (Rischio 2)	A	Template 1: synthetic
	B	Template 2: analytic
	C	Template 3: what-if scenario
Newly issued structured bond (Rischio 4)	D	Template 1 _{bis} : synthetic
	E	Template 4: probabilistic modelling
	E1	probabilistic modelling with effect of costs on the internal rate of return
	E2	probabilistic modelling with effect of costs on principal and interest
	E3	probabilistic modelling with value unbundling
Stock 1 (Rischio 3)	F	Template 1: synthetic
Stock 2 (Rischio 4)	G	Template 2: analytic

La rappresentazione del rischio (1/3)

Indicatore sintetico



La rappresentazione del rischio (2/3)

- Rischio di mercato
- Rischio di liquidità
- Rischio di credito

Volatilità annua	Titolo proposto	Titoli appartenenti al medesimo settore
Media giornaliera annualizzata calcolata da settembre 2012 a dicembre 2013.	6,0%	6,1%
Valore a rischio (VAR)		
Percentuale di perdita giornaliera che il titolo non dovrebbe superare, con un 99% di probabilità. L'indicatore è stato costruito prendendo in considerazione i rendimenti giornalieri rilevati nel periodo compreso tra settembre 2012 e dicembre 2013.	1,2%	1,2%
Indicatore di turn-over	Titolo proposto	Titoli appartenenti al medesimo settore
Rapporto tra il controvalore medio giornaliero degli scambi e l'ammontare emesso. L'indicatore è stato costruito prendendo in considerazione i controvalori scambiati da settembre 2012 e dicembre 2013.	0,3%	1,2%
Probabilità attesa di default su un orizzonte temporale di un anno	Titolo proposto	Titoli appartenenti al medesimo settore
La probabilità attesa di default dell'emittente è stata calcolata sulla base dei dati di bilancio e dell'andamento dei mercati finanziari nel periodo compreso tra settembre 2012 e dicembre 2013.	0,2%	1,0%
Rating		
Rating Standard & Poor's equivalente.	BB-	B-

La rappresentazione del rischio (3/3)

- Scenari *what if*

Ipotesi sull'andamento dei parametri di riferimento

Tasso interno di rendimento annuale

Alla scadenza del Titolo, il tasso di inflazione cresce e il prezzo di uno dei tre titoli di riferimento non supera il valore registrato il 18 aprile 2011.	2,2%
Alla scadenza del Titolo, il tasso di inflazione rimane stabile e il prezzo di uno dei tre titoli di riferimento non supera il valore registrato il 18 aprile 2011.	3,2%
Alla scadenza del Titolo, il tasso di inflazione rimane stabile e i prezzi dei tre titoli superano il valore registrato il 18 aprile 2011.	10,3%

- Modellistica dei rendimenti attesi

Tasso interno di rendimento dell'investimento (TIR) su un orizzonte temporale di 4 anni

Il tasso interno di rendimento è inferiore allo 0% con probabilità pari al 10%

Il tasso interno di rendimento è inferiore al 2% con probabilità pari al 50%

Il tasso interno di rendimento è inferiore al 5% con probabilità pari al 90%

Le research questions

(1/2)

- **RQ1.** Quale rappresentazione delle caratteristiche di rischio e rendimento di un prodotto è più semplice, utile e informativa?
 - Ai partecipanti è stato chiesto di esprimere un giudizio su semplicità, utilità e quantità di informazioni (poche / troppe) di ogni scheda
- **RQ2.** La rappresentazione incide sulla percezione del rischio?
 - Ai partecipanti è stato chiesto quale scheda fa riferimento al prodotto più rischioso (senza svelare tipo di prodotto e schede ad esso associate)
 - Dopo aver reso noto l'associazione schede/prodotto e il tipo di prodotto, ai partecipanti è stato chiesto di ordinare per rischio crescente i quattro prodotti descritti nelle schede non sintetiche



- **RQ3.** La rappresentazione incide sulle decisioni di investimento?
 - Ai partecipanti è stato chiesto di scegliere se e quanto investire nei vari prodotti.
- **RQ4.** Quale rappresentazione dei costi dell'investimento è più semplice, utile e informativa?
 - Ai partecipanti è stato chiesto di esprimere un giudizio in merito a semplicità, utilità e quantità di informazioni (poche / troppe) contenute in rappresentazioni alternative dei costi, in termini di...
 - ... impatto sul rendimento
 - ... impatto sul montante
 - ... scomposizione del valore iniziale dell' investimento e costi



Fattori di controllo

- Caratteristiche socio-demografiche
- Conoscenze finanziarie e attitudini logico-matematiche
 - In particolare, verifica del livello di conoscenza dei concetti riportati nelle schede prodotto successivamente presentate al cliente e somministrazione, se necessario, di un video informativo
- Genere (e stereotipi di genere: marker distribuito prima dell'intervista)
- Attitudine verso il rischio (Grable&Lytton, 2003)
- Test sull'auto-controllo (*Impulsivity test*)
- Alcuni tratti e bias comportamentali (avversione alle perdite, *disposition effect*, ...)



Il rischio è una grandezza soggettiva

- La percezione del rischio viene «filtrata» e distorta in modo sistematico anche da:
 - basse competenze finanziarie
 - euristiche (familiarità, rappresentatività, ancoraggio)
 - emozioni
 - ottimismo e *overconfidence*
 - *framing*



Il framing effect (Kahneman e Tversky, 1979)

- Le preferenze e le scelte variano, infatti, a seconda di come è posto un problema
- L'inquadramento può essere effettuato dal soggetto agente oppure dal terzo che fornisce l'informazione ...
- ... ma può derivare anche da errori logici e di ragionamento, confusione, informazioni errate e/o incomplete che inducono all'adozione di un solo punto di vista, ossia ad una rappresentazione semplicistica e "selezionata" delle alternative rispetto alle quali bisogna prendere una decisione



Il framing effect

Le ricerche empiriche

Vlaev et al. (2009) propongono ai soggetti intervistati 11 diverse modalità di rappresentazione del rapporto rischio-rendimento di un prodotto finanziario e ne chiedono il ranking sulla base di tre criteri: utilità; comprensibilità e adeguatezza dell'investimento descritto alle proprie esigenze sulla scorta della rappresentazione del profilo rischio/rendimento del prodotto.

Wang et al. (2011) mostrano che quando gli individui percepiscono l'informativa di prodotto come «più comprensibile» percepiscono il prodotto stesso come meno rischioso.

Veld e Veld-Merkoulova (2007) hanno condotto una rilevazione condotta con riferimento a un panel di 2000 famiglie olandesi mostra che le scelte di investimento possono essere guidate soprattutto da misure asimmetriche del rischio piuttosto che dalla varianza.

Il Regolamento UE n. 1286/2014 *Key Information Document dei PRIIPS*

- Consob ha dato il suo contributo al Discussion Paper del Joint Committee delle tre ESAs (EBA, ESMA, EIOPA), messo in consultazione a novembre 2014 e teso a definire standard tecnici per l'applicazione del nuovo Regolamento sul *Key investor document* (KID) dei PRIIPS
- Il Regolamento segna un'evoluzione verso un approccio *cognitive* (in continuità con il KIID per gli UCITS)
 - Riconosce l'eterogeneità degli investitori ...
 - ... il ruolo delle evidenze *behavioural* ...
 - ... la complessità della terminologia finanziaria specialistica
 - ... il concetto di informazione 'saliente'
- La Commissione europea sta effettuando un *consumer testing* per supportare le ESAs

Alcune evidenze Le abitudini di investimento

Esiste una relazione tra valutazione delle schede prodotto, rischio percepito, decisioni di investimento e abitudini di investimento dell'intervistato?

Le abitudini di investimento sembrano avere un impatto significativo sia sulla comprensione dell'informativa finanziaria sia sulla propensione ad investire nei prodotti presentati nel corso del test

Questa evidenza conferma indirettamente l'importanza del ruolo di "educatore" rivestito da intermediari e consulenti

Alcune evidenze

La cultura finanziaria

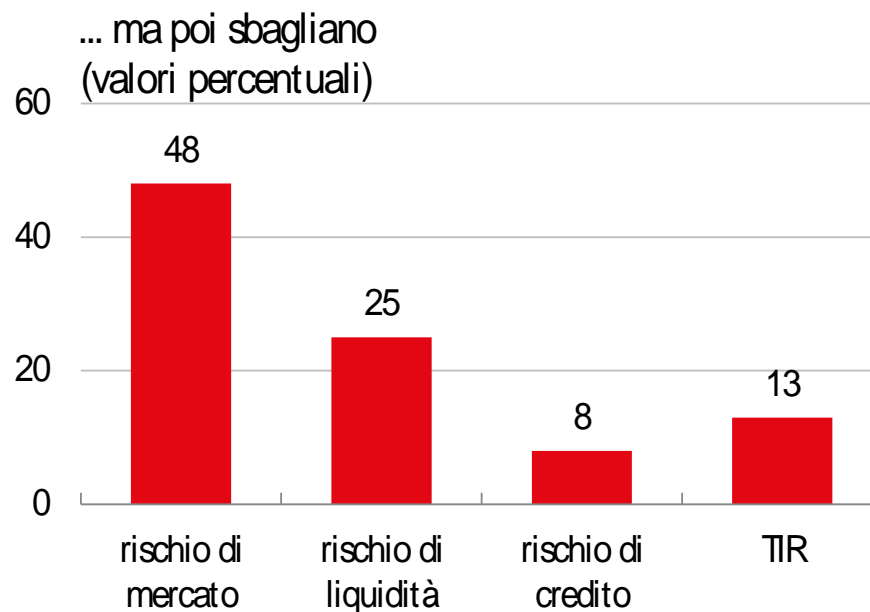
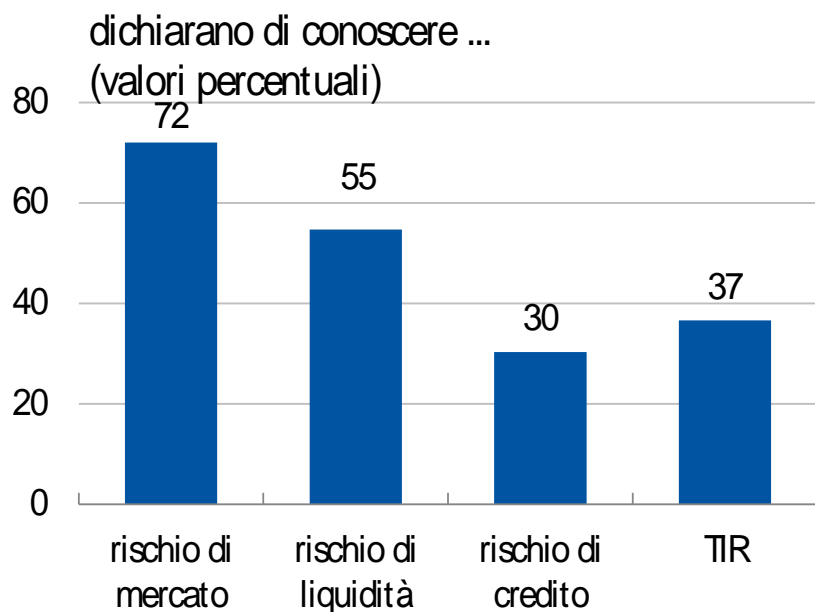
Esiste una relazione tra valutazione delle schede prodotto, rischio percepito, decisioni di investimento, cultura finanziaria e attitudine ai *bias* comportamentali?

Gli individui con conoscenze finanziarie più elevate non sono immuni dall'attitudine verso *bias* comportamentali. La propensione al rischio è correlata positivamente con l'attitudine ai *bias*.

***Elevati livelli di cultura finanziaria
possono indurre overconfidence?***

Alcune evidenze

Scostamento tra conoscenza percepita e conoscenza reale





In conclusione...

- La percezione del rischio è fortemente condizionata dalle caratteristiche soggettive dell'investitore e dal *framing* (i.e. dal modo in cui l'informazione è rappresentata)
- La semplificazione dell'informativa finanziaria non è l'unica soluzione: è necessario reinterpretare il concetto di **chiarezza** nell'informazione finanziaria (art 21 e art 98-ter TUF) nel senso “*di agevole e immediata **percepibilità** e **comprensibilità** dell'informazione (...)*” (Morera, 2012)
- La scheda-prodotto ideale non esiste e l'approccio ‘*one-size-fits-all*’ non assicura adeguate tutele all'investitore retail
- Affidarsi ad un consulente che sappia guidare l'investitore in un processo decisionale consapevole potrebbe essere la scelta migliore anche per gli individui di cultura finanziaria più elevata
- I programmi di educazione finanziaria non devono essere tesi solo all'ampliamento delle conoscenze degli individui, ma anche alla correzioni dei *bias* comportamentali più diffusi



Riferimenti bibliografici

- Aa. Vv. (2009), Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Università Cattolica del S. Cuore, Laboratorio Di Analisi Monetaria, Osservatorio Monetario, no. 3/2009
- Bechara A., A.R. Damasio, H. Damasio e S.W. Anderson, Insensitivity to future consequences following damage to human prefrontal cortex, *Cognition* 50, 7–15, 1994
- Bosch-Domènech A. e J. Silvestre, Measuring risk aversion with lists: A new bias, Working Papers, University of California, Department of Economics, No. 12,10, 2012
- De Palma A. e N. Picard, Evaluation of MiFID Questionnaires in France, Study for the AMF, 2010
- Di Porto F. e N. Rangone, Behavioural Sciences in Practice: Lessons for EU Policymakers, forthcoming in A.L. Sibony e A. Alemanno (eds), *Nudging and the Law. What can EU Learn from Behavioural Sciences?*, Oxford, Hart Publ., 2014
- Hanna S.D., M. Gutter e J. Fan, A Theory Based Measure of Risk Tolerance, Columbus, OH: The Ohio State University, Department of Consumer and Textiles Science, 1998
- Holt C.A. e S.K. Laury, Risk Aversion and Incentive Effects, *American Economic Review*, n. 92, pp. 1644-1655, 2002
- Holzhauser H.M. e R.W. McLeod, Five Factors Model for Measuring Financial Risk Tolerance, working paper, September 1, 2009



Riferimenti bibliografici

- Kahneman D. and A. Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47, pp. 263–291, 1979
- Linciano N., Cognitive biases and instability of preferences in the portfolio choices of retail investors, Policy implications of behavioural finance, CONSOB Working papers no. 66, 2010
- Linciano N., P. Soccorso, La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario, *discussion paper* n. 4, Consob, 2012
- Loewenstein G.F., E.U. Weber, C.K. Hsee e E.S. Welch, Risk as Feelings, *Psychological Bulletin*, n. 127, pp. 267-286, 2001
- Lucarelli C., Consulenza e tolleranza al rischio: vantaggi e limiti dell'autoprofilazione, in Oriani M. e B. Zanaboni, *La consulenza finanziaria*, ed. Il Sole24Ore, 2011
- Lucarelli C. e G. Brighetti (a cura di), *Risk Tolerance in Financial Decision Making. The economics and the neuroscience perspective*, Palgrave Macmillan, UK, 2010
- Lucarelli C. e G. Brighetti G., *Risk Tolerance in Financial Decision Making*, Palgrave Macmillan, 2011
- MacGregor D.G. e P. Slovic, Perception of financial risk: A survey study of advisors and planners, *Journal of Financial Planning*, 12, 68-79, 1999
- Menon M. e F. Perali, Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What Can We Learn for the MiFID Directive?, *Quaderni di Finanza Consob*, n. 68, 2011



Riferimenti bibliografici

- Olsen R.A., Investment risk: The experts' perspective, Financial Analysts Journal, marzo/aprile, 62-66, 1997
- Rigoni U., Finanza comportamentale e gestione del risparmio, Giappichelli ed., 2006
- Roszkowski M.J., G. Davey e J.E. Grable, Insights from Psychology Psychometrics on Measuring Risk Tolerance, Journal of Financial Planning, 4, 66-77, 2005
- Slovic P., Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making, Journal of Finance, 27, 779-799, 1972
- Vlaev I., N. Chater and N. Stewart, Dimensionality of Risk Perception: Factors Affecting Consumer Understanding and Evaluation of Financial Risk, Journal of Behavioural Finance, 10, 158–181, 2009
- Veld C. and Y.V. Veld-Merkoulova (2007), The Risk Perceptions of Individual Investors, electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=821412>
- Wang M., C. Keller and M. Siegrist, The Less You Know, the More You Are Afraid of. A Survey on Risk Perceptions of Investment Products, Journal of Behavioural Finance, 12:1, 9–19, 2011
- Zuckerman M., E.A. Kolin, L. Price e I. Zoob, Development of a sensationseeking scale, Journal of consulting psychology, vol. 28 (6), 477-482, 1964



L'informazione nella relazione intermediario-cliente

La tutela dell'investitore tra deficit cognitivi e *bias* comportamentali

Grazie!

Paola Soccorso

p.soccorso@consob.it