



La rilevazione della tolleranza al rischio attraverso il questionario

Nadia Linciano e Paola Soccorso
Consob

“Conoscere l’investitore:
la rilevazione della tolleranza al rischio finanziario”
Roma, 23 novembre 2012



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Outline

- 1. Motivazioni e obiettivi dello studio**
2. La tolleranza al rischio
3. Il questionario e i *bias* comportamentali
4. Le indicazioni della MiFID
5. Le iniziative di alcune Autorità di vigilanza
6. L'analisi di un campione di questionari
7. Conclusioni



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

La tolleranza al rischio

- Definizione del rischio
- Fattori determinanti
- Modalità di rilevazione

Teoria classica

- Il rischio è una grandezza oggettivamente misurabile
- La tolleranza al rischio è influenzata da variabili socio demografiche, reddito/ricchezza, conoscenza/comprendimento del rischio, orizzonte temporale ...
- La rilevazione si fonda su approccio economico/quantitativo

Finanza comportamentale

- Il rischio è una grandezza soggettiva e multidimensionale (preferenze rispetto al rischio *versus* profilo di rischio)
- La tolleranza al rischio è influenzata anche da fattori emotivi, tratti psicologici (*overconfidence* e ottimismo), esiti scelte passate, grado di impazienza, avversione alle perdite
- La rilevazione si fonda anche su strumenti indicati da psicologia e psicomatria (*sensation seeking scale*, *Iowa gambling task*, etc.), che rispettano criteri di validità e attendibilità



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il questionario e i *bias* comportamentali

familiarità

rappresentatività

ancoraggio

effetto certezza

overconfidence

avversione perdite

effetto di *framing*



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il questionario e i *bias* comportamentali (2)

- La formulazione delle domande di un questionario dovrebbe evitare distorsioni percettive e cognitive che possono viziare le risposte, compromettendo la validità e l'attendibilità dello strumento.
- Alcuni esempi:
 - ancoraggio alla ricchezza iniziale:
 - rendimento atteso espresso in percentuale del reddito o di altre grandezze assunte come punto di riferimento
 - effetto di *framing*
 - articolazione delle opzioni di scelta in un solo stadio



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Le indicazioni della MiFID

La Direttiva 2004/39/CE (MiFID livello 1) prevede che l'intermediario debba ottenere dal cliente informazioni in merito a:

1) esperienze e conoscenze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio

2) situazione finanziaria

3) obiettivi d'investimento



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Le indicazioni della Direttiva di attuazione

La Direttiva di attuazione 2006/73/CE (livello 2) suggerisce all'intermediario di richiedere al cliente informazioni in merito a:

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



MiFID e letteratura a confronto (1)

MiFID		Letteratura	
Items	Variabili	Items	Variabili
		caratteristiche socio-demografiche	genere età stato civile stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico
esperienze e conoscenze	professione	esperienze e conoscenze	professione
	istruzione		istruzione
	natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite		esperienza precedente in materia di investimento esiti delle scelte d'investimento precedenti (positivo / negativo) conoscenza dei prodotti finanziari
	tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza		conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari
			<i>trade off</i> rischio-rendimento dimensioni del rischio (credito/mercato/cambio) diversificazione di portafoglio percezione delle probabilità
			<i>overconfidence</i> e ottimismo



MiFID e letteratura a confronto (2)

MiFID		Letteratura	
<i>Items</i>	Variabili	<i>Items</i>	Variabili
situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide	situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide
	fonte ed entità del reddito regolare		fonte ed entità del reddito regolare
	impegni finanziari regolari		impegni finanziari regolari
			altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari); reddito/ricchezza familiari e non solo individuali



MiFID e letteratura a confronto (3)

MiFID		Letteratura	
Items	Variabili	Items	Variabili
obiettivi d'investimento	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento	obiettivi d'investimento	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento
	finalità dell'investimento		preferenze verso il tempo (tasso di sconto/grado di impazienza)
	preferenze in materia di rischio		esigenze di liquidità
profilo di rischio	tolleranza al rischio	ammontare (in rapporto alla ricchezza/reddito)	finalità dell'investimento
			atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo)
			capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo)
			avversione alle perdite



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Le iniziative di alcune Autorità di vigilanza

- *L'Autorité des marchés financiers*
 - *Studio sulla rilevazione della tolleranza al rischio e possibili linee guida*
- *La Financial Services Authority*
 - *Linee guida sulla valutazione di adeguatezza*
- *La Securities and Exchange Commission e la Financial Industry Regulatory Authority*
 - *Estensione ambito applicazione di Know your customer e Suitability rules*
- *La European Securities and Markets Authority*
 - *Linee guida sulla valutazione di adeguatezza*



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Analisi dei questionari MiFID somministrati da 20 intermediari italiani

- Aspetti procedurali
 - Strutturazione e somministrazione
- Contenuti
- 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 (risposte meccaniche)
 - Loaded* (connotazione emotiva)
 - Leading* (suggerisce la risposta)
 - Barreled* (relative a più argomenti)
 - Profili linguistico-testuali



Strutturazione e somministrazione

Le risposte all'intervista Consob

- L'elaborazione dei format è stata spesso affidata al personale interno, per il quale solo in alcuni casi sono stati previsti percorsi di formazione specifici; possibile criticità
- La formazione dei funzionari che somministrano il questionario quasi mai è mirata rispetto ai profili economici e comportamentali
- I test di bontà del questionario sono effettuati nella maggior parte dei casi; i metodi e gli obiettivi però sono disomogenei e spesso manca un test pilota



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

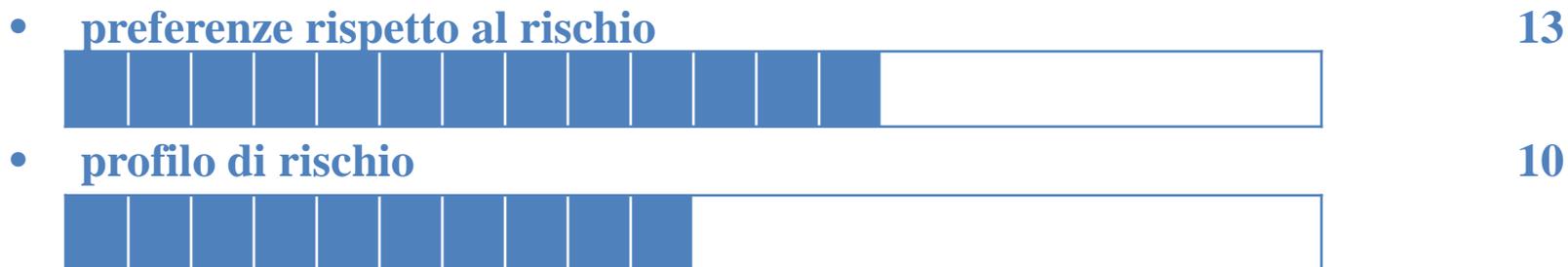
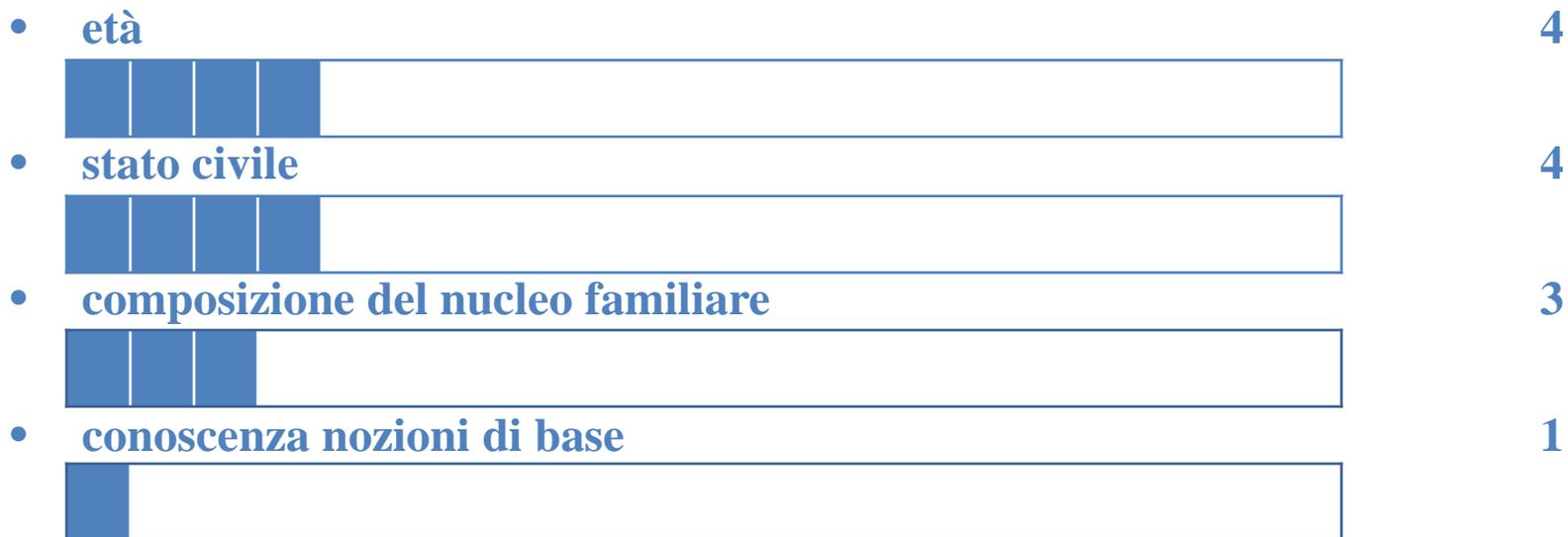
I contenuti

- Rispetto Direttiva L1: i questionari si caratterizzano per una sostanziale adesione alla MiFID
- Gli *items* rilevati si riferiscono a un sotto-insieme limitato di quelli indicati dalla letteratura economica; ciò riflette peraltro l'impostazione della stessa MiFID
- Scendendo nel dettaglio delle 3 sezioni MiFID:
 - **prima sezione:** in media 9 domande
 - **seconda sezione:** in media 4 domande
 - **terza sezione:** in media 4 domande.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Completezza rispetto alle indicazioni della letteratura dei 20 questionari analizzati...





CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Validità e attendibilità (1)

Layouting

- Il font e l'interlinea sono generalmente adeguati, ma gli spazi grafici non sempre identificano chiaramente le sezioni o le aree dedicate alla risposta.
- Non tutti i questionari contengono pagine numerate e/o prevedono una numerazione delle domande.

Nella ricognizione dei risultati, dunque, non è sempre facile identificare gli abbinamenti domanda-risposta, mettere in relazione sezioni, domande e risposte, o distinguere le varie sotto-domande all'interno di eventuali batterie di domande.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Validità e attendibilità (2)

Struttura e tipologia domande

- Su 20 questionari, 18 contengono una premessa in cui si fa riferimento alla normativa ai sensi della quale si procede alla somministrazione e agli obiettivi che si intendono perseguire con le informazioni rilevate. Non sempre il preambolo è facilmente identificabile.
- I questionari si aprono quasi tutti con domande sociometriche.
- Gli intermediari generalmente evitano domande in batteria (solo tre questionari ne fanno un uso ricorrente), mentre ricorrono spesso domande che prevedono la scelta tra alternative politomiche, ovvero ordinate in scala, e possono spingere il cliente alla acquiescenza.
- In soli due questionari è stata ripetutamente prevista la facoltà di non rispondere o di rispondere “non so”.

Per uno di questi l'intermediario ha tuttavia evidenziato che la procedura informatica utilizzata non permette la replica “non rispondo” per più di una volta.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Validità e attendibilità (3)

Profili linguistico-testuali

- Generalmente il cliente è chiamato a dare un voto alle conoscenze che ritiene di avere sui prodotti indicati nel questionario (**AUTOVALUTAZIONE**)
- Le domande, inoltre, sono spesso *LEADING* – in quanto suggeriscono la risposta stessa o doppie (cd. domande *BARRELED*) – in quanto richiedono di rispondere ad un interrogativo composto da più enunciati
- In alcuni casi i questionari utilizzano termini **IMPRECISI**, che possono essere fraintesi, o al contrario termini **TECNICI**, che possono risultare di difficile comprensione

Queste criticità sono diffuse in particolare nelle sezioni relative, rispettivamente, alla rilevazione di esperienze e conoscenze in materia di investimenti e agli obiettivi di investimento



Focus: rilevazione delle esperienze/conoscenze

dei 20 questionari analizzati...

- **AUTOVALUTAZIONE**

20



- **BARRELED**

10



- **IMPRECISE/TECNICHE**

9



- **LEADING**

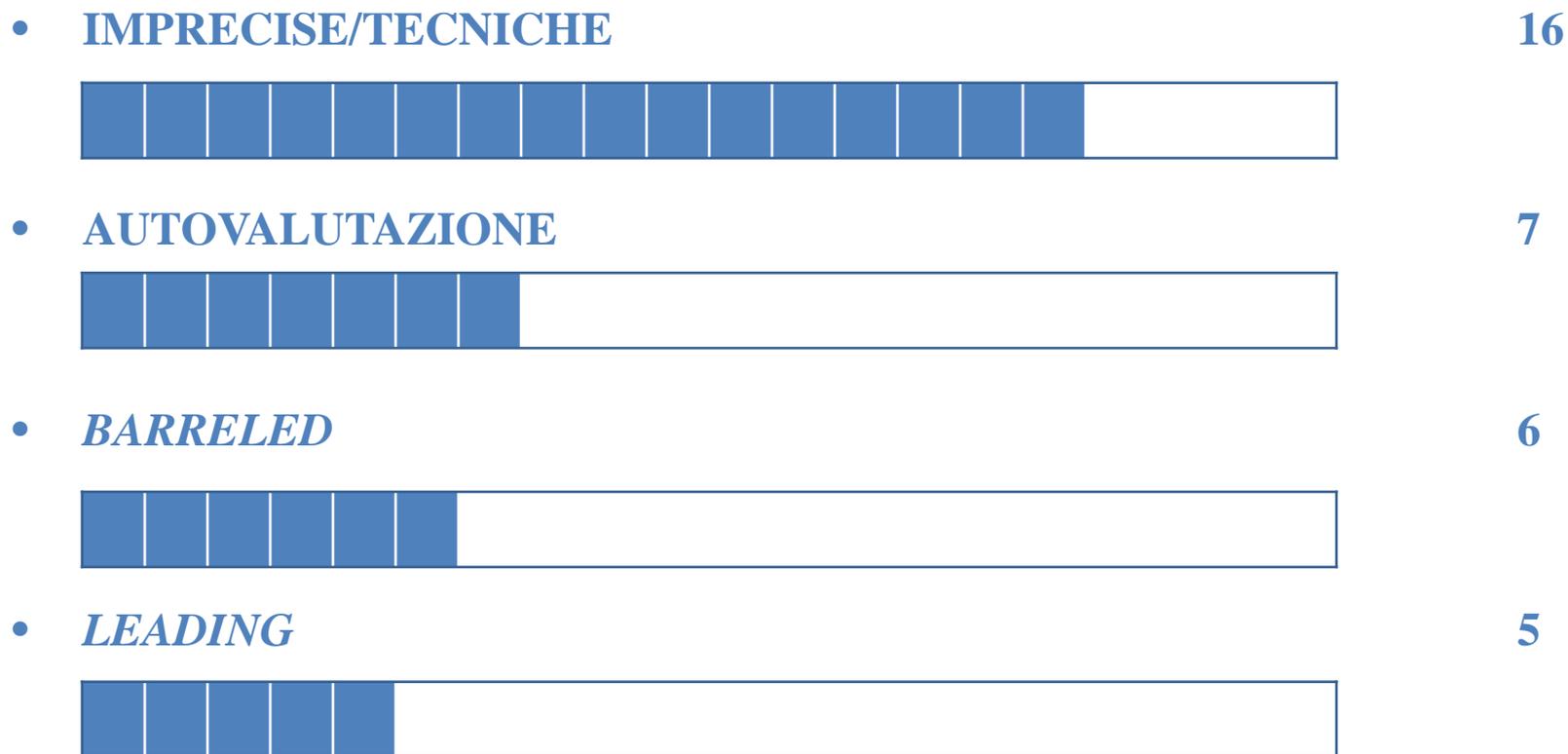
6





Focus: rilevazione di preferenze e profilo di rischio

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

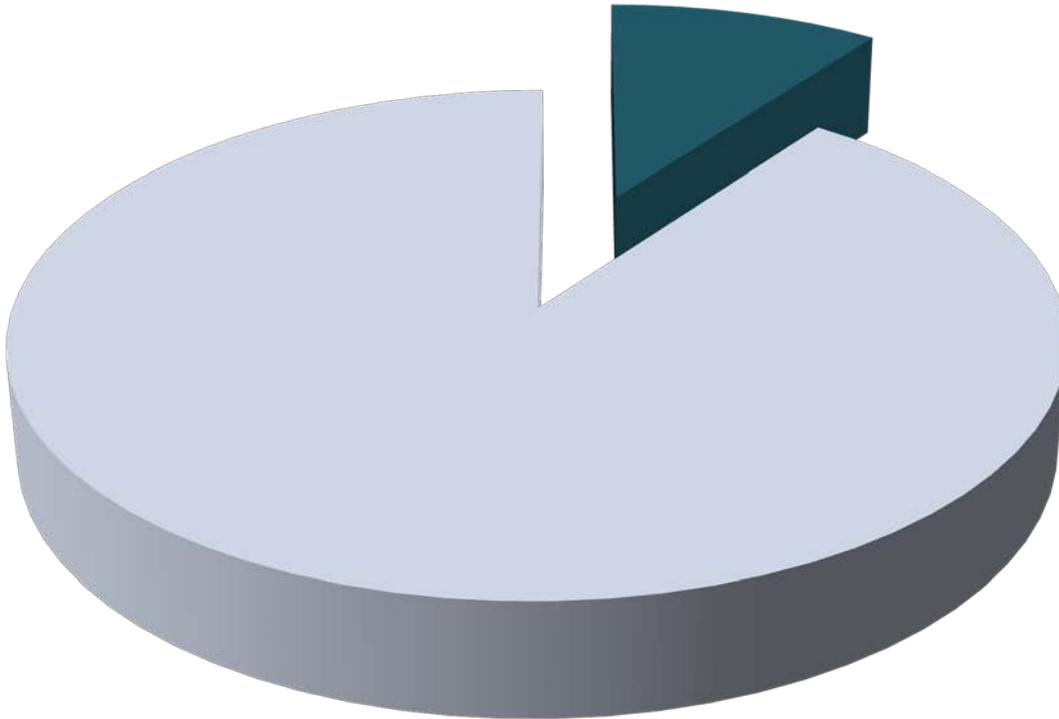




CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Concludendo ...

solo 2 questionari su 20 ...



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

Grazie per l'attenzione !