



Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela

Discussione
Nadia Linciano
Consob

Auditorium San Fedele
Milano, 8 febbraio 2013



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Outline

1. La ricerca CASMEF
2. Il punto di vista dell'accademia
3. Il punto di vista delle Autorità di vigilanza
4. Qualche riflessione su ...
 - ... il questionario benchmark
 - ... la stima dell'avversione al rischio
 - ... la costruzione dell'indicatore sintetico
5. Un tema importante: rischio oggettivo *versus* rischio percepito
6. Conclusioni



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

La ricerca CASMEF

- *Obiettivo* : proporre una struttura di questionario che permetta di derivare il profilo di rischio dei risparmiatori, considerando anche gli aspetti comportamentali che influiscono sulle loro scelte di investimento.
- Tale obiettivo viene realizzato attraverso la costruzione di un indice sintetico, che dovrebbe articolarsi nelle seguenti fasi:
 - *elicitazione delle preferenze verso il rischio, tramite procedure mutuata dall'economia sperimentale*
 - *rilevazione della conoscenza e della capacità finanziaria dell'investitore*
 - *identificazione e misurazione delle distorsioni comportamentali rilevanti*
 - *aggregazione delle informazioni di cui sopra*

La ricerca CASMEF

- La ricerca rappresenta un importante contributo al dibattito accademico, che registra posizioni molteplici e talvolta contrastanti.
 - Individua nell’approccio economico “*un irrinunciabile punto di partenza*” da completare con una serie di aggiustamenti che tengono conto delle più recenti indicazioni della finanza comportamentale.
- La ricerca tocca un’importante questione di *policy*, anche alla luce dei limiti dei questionari usati dall’industria
 - Evoca l’idea del questionario *benchmark*.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il punto di vista dell'accademia

Il dibattito sulla rilevazione della tolleranza al rischio registra molteplici posizioni e diverse criticità.

- È difficile misurare la tolleranza al rischio e non c'è concordanza sugli strumenti da utilizzare (economico/quantitativi *versus* psicologici)
- La validità e l'affidabilità degli strumenti può essere compromessa da:
 - deficit cognitivi e *bias* dei soggetti intervistati
 - divario tra tolleranza dichiarata (così come risultante dalle risposte al questionario) e tolleranza reale verso il rischio
 - *bias* dei consulenti che somministrano il questionario

Il punto di vista delle Autorità di vigilanza

- In generale è aumentato l'interesse verso la finanza comportamentale
- In materia di valutazione di adeguatezza, alcune Autorità hanno dettato linee-guida con particolare riguardo alle informazioni da raccogliere e alle procedure, ma non alle metodologie di profilatura
 - Vedi FSA, ESMA, SEC (con riguardo all'estensione dell'ambito di applicazione di *Know your customer* e *Suitability rules*)
- Solo la francese *AMF* ha pubblicato uno studio dedicato alla misurazione della avversione al rischio
 - *Confronto dei questionari usati dall'industria con un questionario benchmark*
 - *Misurazione quantitativa dell'avversione al rischio (scelta tra lotterie; funzione di utilità CRRA)*
 - *Nessuna correzione per i bias comportamentali*



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Qualche riflessione su ...

... il questionario benchmark

L'individuazione di un questionario benchmark potrebbe ...

... “appiattare” le metodologie di rilevazione della tolleranza al rischio verso uno standard che non è necessariamente adatto a tutte le circostanze

– principio di proporzionalità – Linee guida Esma.

... far scivolare in secondo piano la centralità della relazione intermediario-cliente ai fini della concreta applicazione della regola di adeguatezza.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

... la stima dell'avversione al rischio

- Il tema è cruciale ma i limiti metodologici dell'approccio MPL richiedono particolare attenzione.
- Holt e Laury (2002) può generare risultati *biased* a causa di ...
 - *framing effect*, tanto più rilevante quanto minore è la comprensione dello strumento e/o quanto maggiore è la paura di commettere errori (Harrison et al., 2007)
 - dipendenza dal numero delle coppie di lotterie che costituiscono la sequenza (Bosch-Domènech e Silvestre, 2012).
- Comprensione del concetto di probabilità
 - Le più recenti evidenze empiriche mettono in luce che gli individui sbagliano o non sono in grado di ordinare le preferenze in base ai rendimenti attesi (che implicano l'uso delle probabilità); gestire il pensiero logico-matematico (Lucarelli, 2012).



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

... l'indicatore sintetico

- Una scelta di fondo: alcuni *bias* comportamentali sono da considerarsi come elementi “correttivi” dell'avversione al rischio o piuttosto come distorsioni da correggere o quantomeno arginare?
 - Come considerare, ad esempio, l'*overconfidence* o la contabilità mentale?
- L'avversione alle perdite condiziona le decisioni finanziarie: come tenerne conto?
- Come riconoscono gli stessi autori, l'aggregazione delle informazioni nell'indicatore di tolleranza al rischio non è di banale implementazione

Un tema importante: rischio oggettivo *versus* rischio percepito

Le scelte di investimento sono influenzate non solo dalla tolleranza al rischio ma anche dal rischio percepito.

- Il rischio percepito è influenzato dalla rappresentazione del rischio. Quali implicazioni per la rilevazione della tolleranza al rischio?
- Secondo alcuni recenti studi, citati in Davey (2012), la percezione del rischio (e non la tolleranza al rischio) è *path dependent*
 - Se fosse vero, il consulente può influenzare la percezione del rischio “*to prevent panicked sales?*”

Conclusioni

L'accurata rilevazione della tolleranza al rischio è un passo fondamentale verso la concreta applicazione delle regole di adeguatezza ...

- ... ma deve accompagnarsi alla definizione di politiche interne e procedure che consentano di garantire che :
 - i servizi di consulenza e gestione di portafogli tengano conto di un adeguato livello di diversificazione del rischio;
 - il cliente abbia una comprensione adeguata del rapporto tra il rischio e il rendimento, dell'incidenza dell'orizzonte temporale su tale rapporto;
 - il cliente possa sostenere eventuali perdite derivanti dagli investimenti;
 - le raccomandazioni, in caso di prodotti illiquidi, tengano conto dell'*holding period*;
 - eventuali conflitti di interesse non influiscano negativamente sulla qualità della valutazione dell'adeguatezza
- In quest'ottica sono cruciali le politiche commerciali e la gestione dei conflitti di interesse.

Grazie per l'attenzione !