



La rilevazione della tolleranza al rischio, componente indispensabile per la qualità della consulenza

Nadia Linciano

ASCOSIM, 7° Forum Nazionale sulla Consulenza Finanziaria
Milano, 19 aprile 2017

Outline

Il contesto di riferimento

- Le competenze del risparmiatore italiano in materia di investimenti
- Gli sviluppi del *wealth management*
- L'evoluzione del quadro normativo

La misurazione della tolleranza al rischio

- La percezione del rischio finanziario
- La misurazione della tolleranza al rischio
- Il questionario
- **Conclusioni**



Il contesto di riferimento

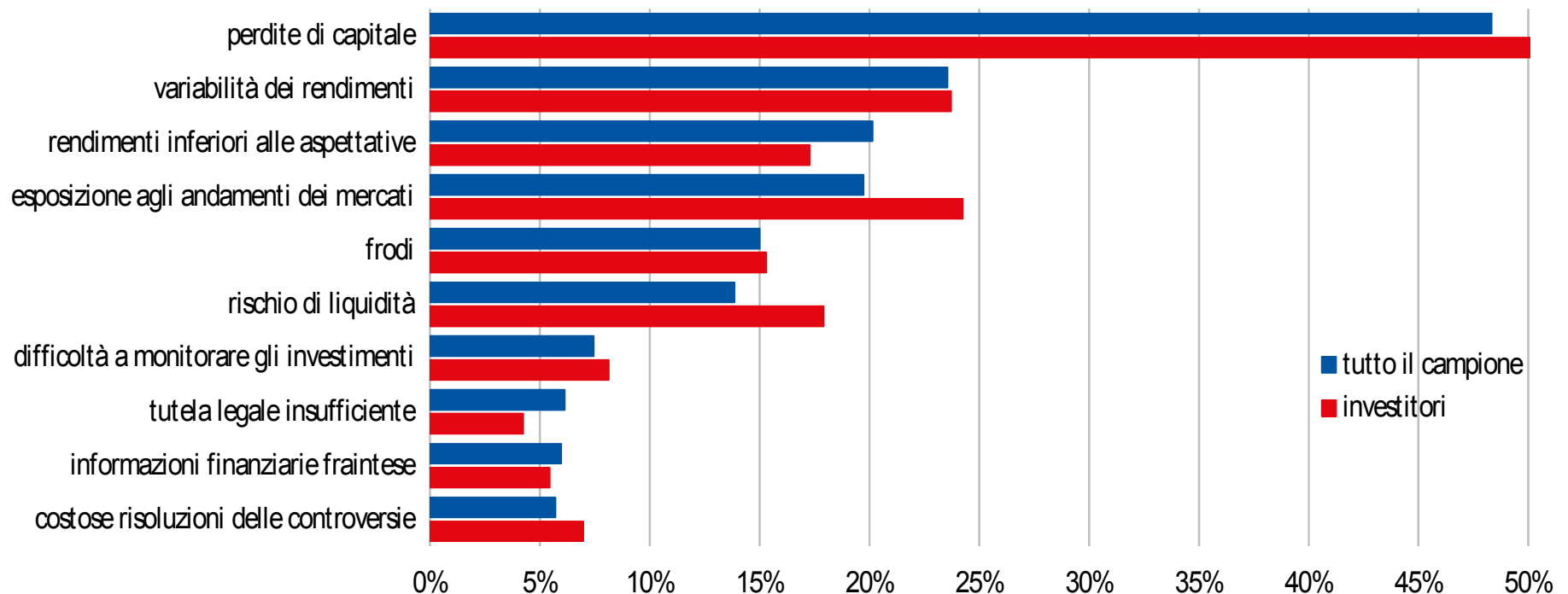
L'investitore italiano tra basse conoscenze finanziarie ...

L'investitore italiano ...

- mostra limitate conoscenze finanziarie di base
- è talvolta *overconfident* ed esposto a *bias* comportamentali che possono alterare la percezione del rischio
- è molto avverso alle perdite
- investe se ha fiducia
- ha una scarsa capacità di orientamento nel percorso di investimento
- ha una bassa propensione a chiedere consulenza finanziaria
 - ... *informal advice* quando ha conoscenze finanziarie contenute
 - ... *professional advice* quando ha conoscenze finanziarie più elevate e soprattutto se donna, di età compresa tra i 45 e i 64 anni e lavoratore autonomo
 - ... ha difficoltà ad apprezzare il valore aggiunto della consulenza
 - ... non è consapevole dell'importanza dello scambio informativo con l'intermediario

... molteplici dimensioni del rischio finanziario ...

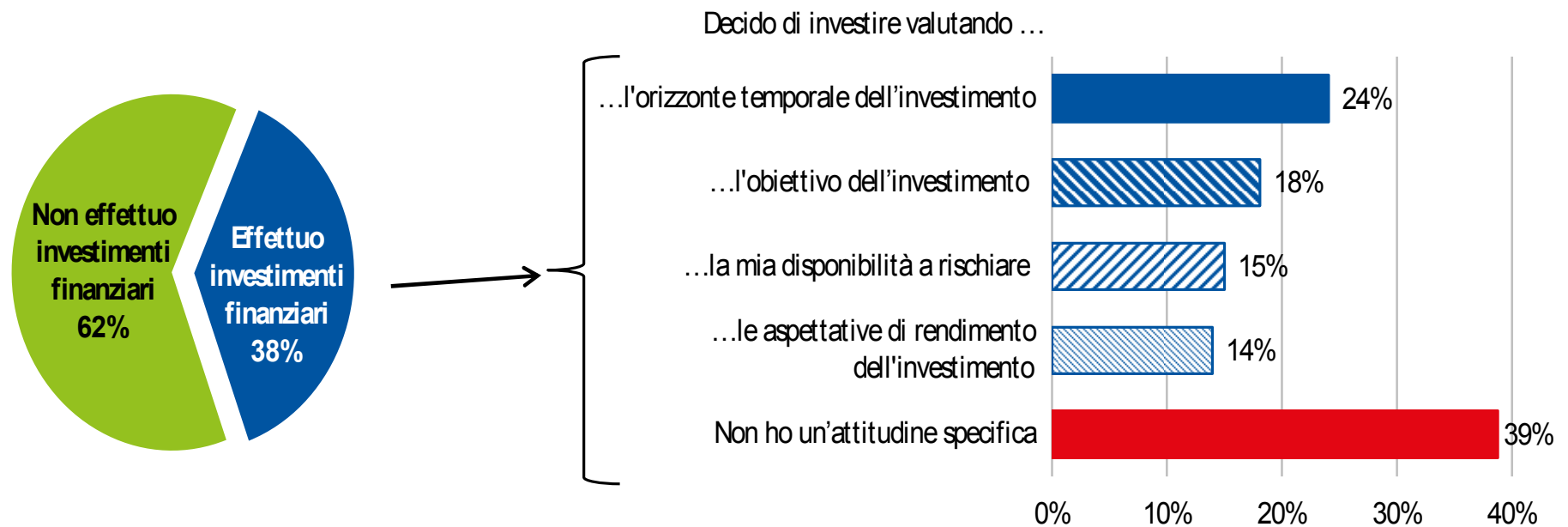
Dimensione del rischio finanziario percepito



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'.

... scarsa capacità di orientamento nel percorso di investimento...

Fattori considerati in occasione delle scelte di investimento

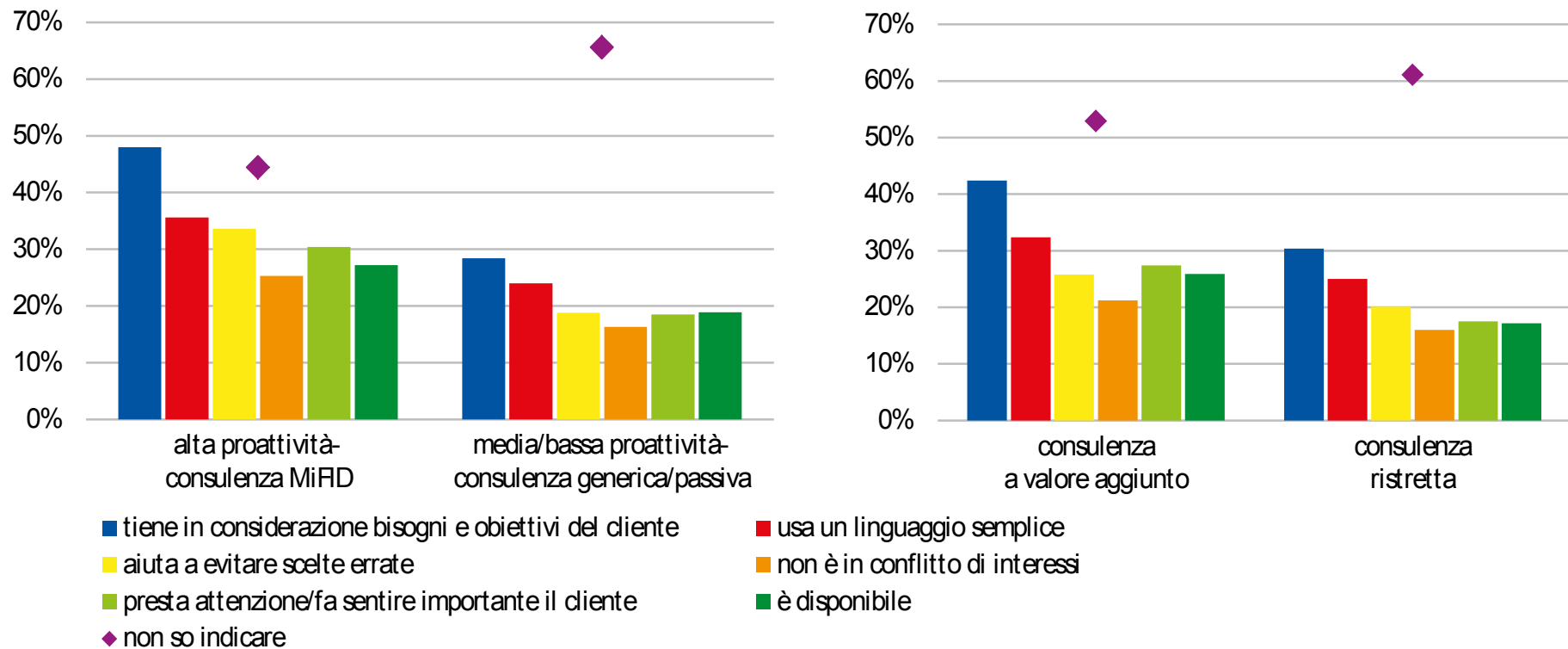


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'.

... difficoltà a formulare un giudizio sul consulente...

Principali caratteristiche apprezzate nei consulenti finanziari

Quali comportamenti del consulente apprezza maggiormente?

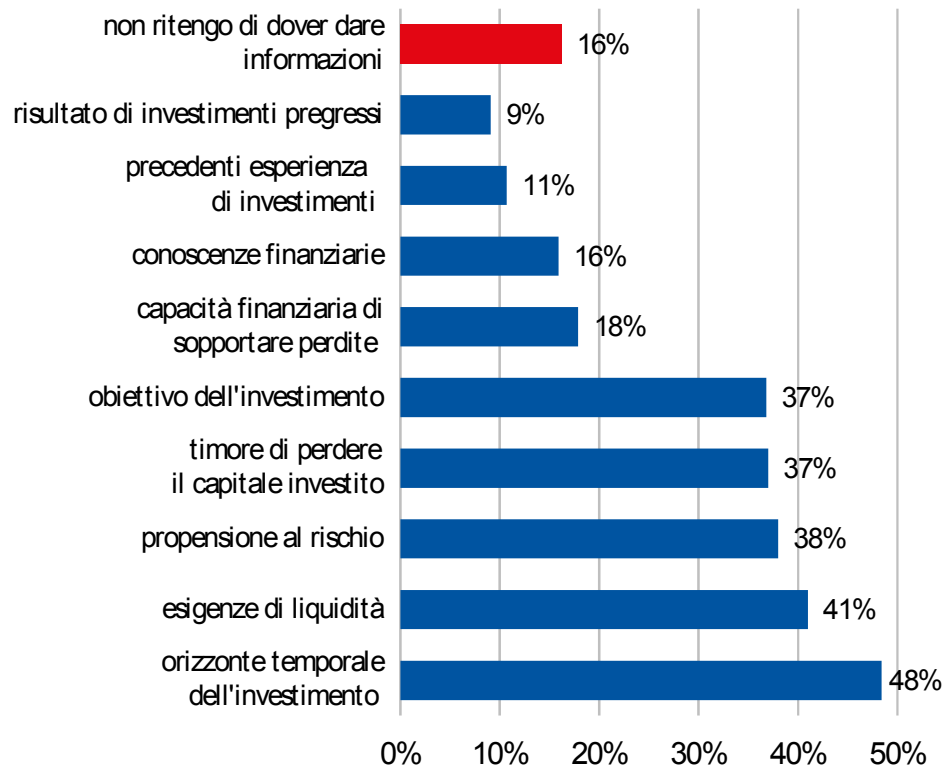


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market.

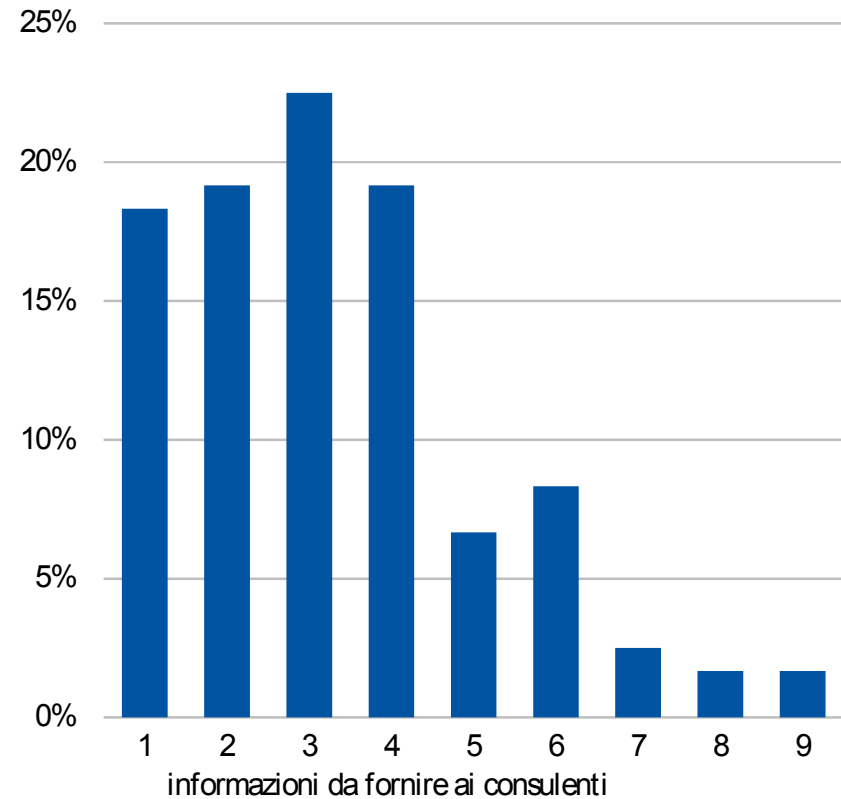
... difficoltà a cogliere l'importanza dello scambio informativo con il consulente

Opinione dei risparmiatori sulle informazioni da fornire al consulente

informazioni da fornire ai consulenti



distribuzione del campione per ampiezza del set informativo



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'.

Gli sviluppi del *wealth management* tra digitalizzazione e *goal based investing*

La **consulenza automatizzata** è ancora un fenomeno marginale nel contesto italiano ma molti osservatori ne apprezzano le potenzialità di sviluppo

- Come cambierà il rapporto intermediario-cliente?
- Come conciliare il dettato MiFID di un rapporto intermediario-cliente sempre più inclusivo e ad alto contenuto informativo con la ‘spersonalizzazione’ creata dalla digitalizzazione?

Il ***goal based investing*** può allineare il processo di investimento ai meccanismi mentali più diffusi (contabilità mentale)

- Verso un approccio «paternalistico»?

L'evoluzione del quadro normativo

- MiFID II dettaglia la previgente regola dell'adeguatezza per una maggiore tutela dell'investitore
 - Art. 25, par. 2 della Direttiva: la situazione finanziaria del cliente ricomprende la capacità di sostenere le perdite e gli obiettivi di investimento includono la **tolleranza al rischio**
 - Art. 25, par. 6: *suitability report*
- Il Regolamento delegato conferma le misure di esecuzione della MiFID (artt. 35 e 37 Direttiva 2006/73/CE) e prevede disposizioni aggiuntive
 - Elevate a rango di regolamentazione secondaria alcune indicazioni contenute negli Orientamenti dell'ESMA del 2012 (soprattutto per la profilatura dei clienti)



La rilevazione della tolleranza al rischio

Tolleranza al rischio e percezione del rischio

- La tolleranza al rischio è guidata dalla percezione del rischio
- La percezione del rischio è guidata (anche) dalla sua rappresentazione
 - Molte questioni collegate
- Come misurare e rappresentare il rischio?
 - Approccio *one-size-fits-all*?
 - Le metriche e le rappresentazioni standard sono efficaci?
- Cosa determina la percezione del rischio?
 - Varia nel tempo?
 - Varia a seconda del contesto?
 - È influenzata da tratti soggettivi e cognitivi?

La percezione del rischio finanziario

Framework classico

- Il rischio finanziario è oggettivo, misurabile attraverso una o più metriche oggettivamente percepite

Framework *behavioral*

- Il rischio è soggettivo, può significare cose diverse per investitori diversi ...
 - perdite in conto capitale, variabilità, rendimenti inferiori a quelli attesi, costi di monitoraggio elevati ...
- ... e, per uno stesso investitore, in momenti diversi o per tipologie di investimento diverse
- Può essere «filtrato» e distorto in modo sistematico da basse conoscenze finanziarie, euristiche, *framing*, *overconfidence* ...

La rilevazione della tolleranza al rischio

La tolleranza al rischio è un «costrutto», ossia una variabile latente che non può essere osservata direttamente → necessario trovare **proxy**. **Come?**

- Approccio economico/quantitativo: dà enfasi alla componente cognitiva del processo decisionale
 - esperimenti di laboratorio basati sulla somministrazione di una sequenza di coppie di lotterie (MPL by Holt and Laury, 2002)
 - *survey data* → comportamenti e conoscenze auto-dichiarate
 - *survey* sperimentali di scelte di investimento ipotetiche

L'approccio psicologico e psicometrico

- Approccio psicologico e psicometrico: dà enfasi ai fattori emotivi
 - In questa ottica, non sono validi strumenti basati su grandezze quali le probabilità o il VAR o la varianza, che rilevano solo nella sfera cognitiva ma non in quella emotiva
- La psicologia e la psicometria vengono utilizzate per la rilevazione di tratti come attitudine al rischio, impazienza/impulsività ...
 - *Sensation seeking scale* (Zuckerman et al. 1964); *Iowa gambling task* (IGT), (Bechara et al., 1994); *Risk assessment instrument* (Grable & Lytton, 2003)
- ... sulla base di dati e informazioni ...
- ... rilevate tramite strumenti validi e attendibili (questionari)

Disegnare un questionario

Validità e attendibilità

Validità

- Lo strumento misura realmente ciò che si è prefissato di misurare (risposte guidate solo dalla variabile che si intende misurare)
 - Ad es., domande che inducono risposte dipendenti sia dall'atteggiamento verso il rischio sia dalla capacità finanziaria non sono valide

Attendibilità

- Lo strumento misura la grandezza con un margine di errore contenuto (dipende dal numero e dalla chiarezza delle domande)
 - Misura finale instabile se il numero di domande è troppo basso
 - Chiarezza da valutarsi in termini di *layouting*, struttura, tipologia delle domande, lessico (no a domande *leading*, *barelled*, a batteria, esposte a distorsioni comportamentali ...)

Disegnare un questionario

Le domande

Quante domande?

- Equilibrio tra attendibilità e parsimonia
 - Uso di tecniche statistiche

Quali domande?

- Indicazioni della teoria economica, evidenza empirica e regolamentazione → **NO auto-valutazione**
 - variabili di agevole rilevazione (caratteristiche socio-demografiche – razza, età, genere, area di residenza, occupazione, composizione familiare, etc.)
 - variabili misurabili in modo approssimativo (ricchezza, reddito)
 - variabili rilevabili mediante *proxy* (ad es., grado di *overconfidence*)



Conclusioni

Per concludere ...

(1/2)

La corretta rilevazione della tolleranza al rischio si basa su ...

- ... un approccio multidisciplinare
 - quantitativo e psicologico/psicometrico
 - Testing
- ... una rappresentazione «saliente» del rischio finanziario
 - multidimensionalità del rischio
 - rappresentazione basata sulla combinazione di elementi grafici e narrativi
 - *frame* rispetto al *reference point* dell'investitore
 - numeri naturali invece delle probabilità
 - Basse competenze finanziarie
- ... un'accezione «dinamica»

Per concludere ...

(2/2)

La corretta rilevazione della tolleranza al rischio consente di ...

- ... contenere disallineamenti tra assunzione di rischio ed effettiva tolleranza al rischio dovuti a errori di percezione o fattori emotivi e di autorappresentazione (Lucarelli e Brighetti, 2010, 2011)
- ... migliorare la consapevolezza del cliente
 - ... se guidato nella comprensione della finalità della rilevazione e stimolato a fornire risposte accurate
 - ... se diviene un'occasione educativa
 - capacità emotiva versus capacità finanziaria; obiettivi di investimento versus obiettivi di rendimento realistici; etc..
- ... migliorare la relazione cliente-consulente a beneficio della stabilità della stessa



La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori

Grazie per l'attenzione!

Nadia Linciano (n.linciano@consob.it)