

Il ruolo della trasparenza a supporto della qualità delle regole

Nadia Linciano

Ufficio Studi Economici, Consob

Roma, 23 settembre 2014

Nadia Linciano

*Le opinioni espresse sono personali e non
impegnano in alcun modo la Consob*

Roma, 23 settembre 2014

Outline

- Trasparenza *information based*
- Semplificare l'informazione aiuta?
- Dalle regole *information based* alla *cognitive disclosure*
- L'approccio *behavioral* nei processi di regolazione e vigilanza: alcune esperienze
- Il progetto Consob-UNIVPM sulla rappresentazione delle caratteristiche dei prodotti finanziari

Trasparenza *information based* (approccio attuale)

- Trasparenza informativa come pilastro fondamentale della tutela dell'investitore, secondo un approccio *information based*
 - Fondamento logico: ridurre l'asimmetria informativa
 - Risultato atteso: scelte consapevoli
 - Ipotesi sottostanti: razionalità del destinatario dell'informazione; comportamento omogeneo
 - Strumenti: approccio paternalistico (obblighi/divieti), *hard law (command&control)*, *enforcement* pubblico e privato
- L'evidenza empirica, però, racconta un'altra storia
 - Violazione sistematica ipotesi sottostanti (finanza comportamentale)
 - Complessità informazione *vs* bassa *financial literacy* e *information overload* (es. prodotti strutturati; Célérier&Vallée, 2013)
 - *Mis-selling* dei prodotti finanziari (casi di vigilanza)

Semplificare l'informazione aiuta?

Non sempre

- Percezione dei costi dei prodotti finanziari: la comprensione delle informazioni e le scelte degli investitori *retail* non sempre migliorano nonostante la semplificazione
 - Agnew et al., 2005; Beashers et al., 2009; Choi et al., 2010; Wilcox, 2003; Barber et al., 2005
- Un esempio italiano: ISC conti correnti
 - Nel 2009 Bdl ha previsto l'obbligo di riportare nella documentazione informativa (anche periodica) un ISC dei conti correnti, da determinarsi in base a certi profili di operatività
 - Indagini annuali Bdl e Antitrust mostrano, soprattutto per i conti allo sportello e per alcuni profili di risparmiatori, inerzia nella dinamica dei costi, scarsa mobilità intrabancaria e interbancaria

Dalle regole *information based* alla *cognitive disclosure* (1/2)

- *Cognitive disclosure*
 - Ipotesi sottostanti: irrazionalità ed eterogeneità dei destinatari dell'informazione
 - Strumenti: *Empowerment* (informazione semplice e saliente); *smart information nudging (bias preserving)*; Di Porto e Rangone, 2014)
 - Impatto sull'approccio *information based*: ad esempio, reinterpretazione del 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)

Dalle regole *information based* alla *cognitive disclosure* (2/2)

- Disegno di regole *evidence based*
 - analisi dei comportamenti più diffusi
 - ipotesi su euristiche che potrebbero guidare tali comportamenti
 - identificazione dei rischi
 - consultazioni, test (*consumer testing, surveys*), esperimenti, indicatori neuronali
 - individuazione dei possibili interventi
 - valutazione *ex-post* dell'efficacia dell'informazione
- Più costoso dell'approccio tradizionale
- È esposto a possibili *bias* degli stessi regolatori
- Maggiori competenze richieste ai regolatori

L'approccio *behavioral* nella regolazione e vigilanza: alcune esperienze (1/2)

- Commissione Europea (Novembre 2010): Rapporto “*Consumer decision-making in retail investment services: a behavioural economics perspective*”
- KIID degli Ucits (Regolamento EC 583/2010): basato sulle evidenze di un *consumer testing* teso a testare la percezione/reazione degli investitori a diversi modelli di KIID
 - Consumer testing anche ai fini dell’analisi d’impatto del regolamento di recente approvazione in materia di KID per i PRIPs.
- *Behavioral Insights Team* per l’analisi trasversale della regolamentazione (UK e US)

L'approccio *behavioral* nella regolazione e vigilanza: alcune esperienze (2/2)

- **AFM (2014)** Indebitamento eccessivo nel credito al consumo
 - Identificazione di euristiche e bias comportamentali rilevanti (*confirmation bias, social proof, present bias, anchoring*)
 - Sondaggio on-line presso 800 soggetti
 - Misure possibili per arginare indebitamento eccessivo (*investor education, credit warning, proibizione dell'uso dei range d'offerta che possono generare ancoraggio*)
- **FCA (2010, 2014)** Abbinamento di prodotti bancari e assicurativi
 - Confronto tra diverse modalità di *disclosure*
 - Esperimento al quale hanno partecipato oltre 1.500 soggetti
 - Inefficacia della *disclosure* al momento dell'acquisto, quando il *driver* principale è l'abilità del venditore: **importanza delle condotte**

La rappresentazione delle caratteristiche dei prodotti finanziari

- Quali fattori incidono sulla **percezione soggettiva** di rendimento, rischio e costi?
 - Le scelte sono guidate dalla percezione più che dalle misure oggettive
- Ad esempio, il rischio...
 - ... può significare cose diverse per investitori diversi; è *context dependent* (Slovic 1972 e 2000; MacGregor, Slovic, Dreman and Berry, 2000; Olsen, 1997; MacGregor and Slovic, 1999; Veld and Veld-Merkoulova, 2007). Utili gli strumenti psicometrici per estrarre le nozioni di rischio rilevanti
 - ... viene «filtrato» attraverso effetti *framing*, euristiche, avversione alle perdite, emozioni, attitudini legate alla competenze finanziarie, genere...
- Quanto e in quale direzione le modalità di rappresentazione incidono sulla percezione di rendimento, rischi e costi?

Progetto Consob – UNIVPM sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti – le *research question*

- Il progetto pone a confronto diverse modalità di rappresentazione di rischio, rendimento e costi dei prodotti finanziari, indagando i seguenti temi
- Quale rappresentazione 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) di ogni scheda
- La rappresentazione incide sulla percezione del rischio?
- La rappresentazione incide sulle decisioni di investimento?
 - Ai partecipanti è stato chiesto di scegliere se e quanto investire nei vari prodotti. In una prima fase, essi non erano a conoscenza del fatto che più rappresentazioni potevano riferirsi a uno stesso prodotto

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti

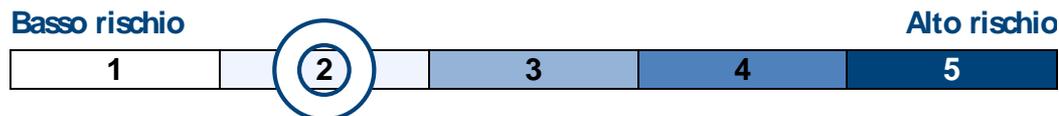
- Sono stati intervistati circa 260 investitori
 - Clienti di un gruppo di banche che hanno collaborato al progetto e residenti in diverse città italiane (Milano, Bologna, Genova, Firenze, Fano, Roma, Napoli, Bari, Palermo)
- Ai soggetti intervistati sono stati sottoposti diversi strumenti finanziari
 - Obbligazione strutturata in circolazione
 - Obbligazione strutturata in emissione
 - Azioni

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti - il rischio (1/3)

- Il rischio dei prodotti è stato rappresentato mediante indicatori alternativi
 - Obbligazione strutturata in circolazione: 
 - indicatore sintetico
 - scheda analitica con più indicatori
 - scenario di *performance*
 - Obbligazione strutturata in emissione 
 - indicatore sintetico
 - scenario di *performance*
 - Azioni 
 - indicatore sintetico
 - scheda analitica con più indicatori

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti – il rischio (2/3)

- Indicatore sintetico



- Scenari di *performance*

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%

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti – il rischio (3/3)

- Rischio di mercato

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%

- Rischio di liquidità

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%

- Rischio di credito

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-

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti – i costi (1/3)

- **Scheda 1.** Rappresenta il TIR al lordo e al netto dei costi

Si riportano i valori massimi del tasso interno di rendimento (TIR) del Titolo, al lordo e al netto dei costi, realizzabili su un orizzonte di 4 anni in corrispondenza dei tre scenari considerati ai fini delle simulazioni utilizzate per il calcolo del TIR stesso.

Probabilità	valore massimo del tasso interno di rendimento annuo (TIR) dopo 4 anni	
	costi esclusi	costi inclusi
10%	0,0%	-0,6%
50%	2,0%	1,4%
90%	5,0%	4,4%

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti – i costi (2/3)

- **Scheda 2.** Rappresenta il valore finale massimo dell'investimento al lordo e al netto dei costi

Si riporta il massimo valore finale, al lordo e al netto dei costi, ottenibile da un investimento di 100 euro per un orizzonte di 4 anni in corrispondenza dei tre scenari considerati ai fini delle simulazioni utilizzate per il calcolo del tasso interno di rendimento (TIR).

Probabilità	Valore massimo della somma del capitale inizialmente investito (per ipotesi pari a 100 euro) e degli interessi maturati dopo 4 anni	
	costi esclusi	costi inclusi
10%	100 euro	97 euro
50%	108 euro	105 euro
90%	122 euro	118 euro

'Cumulative effect of costs on the return' secondo le indicazioni dell'AFM, Position paper- Comparative cost amount, 2013.

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti – i costi (3/3)

Scheda 3. Rappresenta le varie componenti del prezzo di emissione, evidenziando i costi

Si riportano i valori derivanti dalla scomposizione del prezzo di emissione (per ipotesi pari a 100) in componenti elementari. La differenza tra il prezzo versato dall'investitore (C+D) e il valore teorico del titolo (C) è imputabile ai costi (commissioni di strutturazione e collocamento) a carico dell'investitore (D).

Valore delle componenti dell'investimento

Valore componente obbligazionaria (A)	88
Valore componente strutturata o derivativa (B)	9
Prezzo teorico del titolo (C = A+B)	97
Commissioni di strutturazione e collocamento (D)	3
Prezzo versato (C+D)	100

Scomposizione del prezzo di emissione secondo le indicazioni di Banca d'Italia, Segnalazione a carattere consuntivo di cui all'art. 129 del TUB relativa all'emissione e all'offerta in Italia di strumenti finanziari, ottobre 2013.

Progetto sulla rappresentazione finanziaria dei prodotti – fattori di controllo

- Finalità dell'informazione
- 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*, ...)

Progetto sulla rappresentazione finanziaria sul prodotto

Il *consumer testing* offrirà evidenze utili per ...

- ... iniziative di *investor education*
- ... il dibattito internazionale in corso in materia di regolamentazione delle informazioni chiave (KID) per l'offerta al pubblico cosiddetti PRIPS
 - proposta dalla Commissione europea in data 3 luglio 2012 e approvata dal Parlamento europeo i primi di aprile 2014

Gli altri lavori Consob in tema di *behavioural finance*

Papers

Linciano, N. ,“Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale” (Quaderno di Finanza n. 66, gennaio 2010).

Linciano, N. e P. Soccorso, “La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario”, a cura di N. Linciano e P. Soccorso, dell’Ufficio Studi Economici (Discussion Paper n. 4, luglio 2012).

Convegni

“La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità”; Convegno CONSOB – LUISS, Roma, giugno 2010

“Scelte di investimento e regole di tutela. Il ruolo della finanza comportamentale tra economia, psicologia e diritto”, Convegno CONSOB - Associazione Disiano Preite – di Carefin - Università Bocconi, Milano Novembre 2012.

Riferimenti bibliografici

(1/2)

Agnew J. e L. Szykman, Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience, *Journal of Behavioral Finance* 6, 57-60, 2005

Barber B., T. Odean e L. Zheng., Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows, *Journal of Business* 78, 2095-119, 2005

Beshears J., J.J. Choi, D. Laibson e B.C. Madrian, How does simplified disclosure affect individuals' mutual fund choices?, Working Paper 14859, National Bureau Of Economic Research, aprile 2009

Célérier C. e B. Vallée, What Drives Financial Complexity? A Look into the Retail Market for Structured Products, 2013

Choi J., D. Laibson e B. Madrian, Why does the law of one price fail? An experiment on index mutual funds, *Review of Financial Studies* 23(4): 1405-1432, 2010

Chater N., S. Huck e R. Inderst, Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective Final Report, novembre 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

Riferimenti bibliografici

(2/2)

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

MacGregor D.G., P. Slovic, D. e M. Berry, Imagery, affect, and financial judgment, *Journal of Psychology and Financial Markets*, 1, 104-110, 2000

Morera U., Sul concetto di «chiarezza» nei rapporti bancari, atti del convegno su «La trasparenza bancaria, oggi. Novità in tema di rapporti banca-cliente», Università degli Studi di Macerata, ottobre 2011

Olsen R.A., Investment risk: The experts' perspective, *Financial Analysts Journal*, marzo/aprile, 62-66, 1997

Slovic P., Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making, *Journal of Finance*, 27, 779-799, 1972

Slovic P., *The perception of risk*, London, Earthscan Publications Ltd, 2000

Veld C. e Y.V. Veld-Merkoulova, *The Risk Perceptions of Individual Investors*, 2007

Wilcox R.T., Bargain hunting or star gazing? Investors' preferences for stock mutual funds, *Journal of business*, vol. 76, n. 4, 2003

Il ruolo della trasparenza a supporto della qualità delle regole

Grazie

Nadia Linciano

n.linciano@consob.it