



Rischio o non rischio? Quando il dilemma dipende dalla percezione del "sé", e non solo...

Caterina Lucrelli

Università Politecnica delle Marche

L'articolo riflette sulla capacità degli individui di rappresentare oggettivamente la propria tolleranza al rischio, introducendo strumenti e metriche che permettono di riscontrare una simile capacità. Vengono riportati i risultati di una ricerca applicata che ha fatto ricorso a strumenti classici (questionari) e a test-psicofisiologici.

RIFLESSIONI:

- 1ª - che io non ero per gli altri quel che finora avevo creduto di essere per me;
- 2ª - che non potevo vedermi vivere;
- 3ª - che non potendo vedermi vivere, restavo estraneo a me stesso, cioè uno che gli altri potevano vedere e conoscere; ciascuno a modo suo; e io no;
-

CONCLUSIONI:

-
- 2º - che mi proposi di scoprire chi ero io almeno per quelli che mi stavano più vicini (...) e di spassarmi a scomporre dispettosamente quell'io che ero per loro.

da "Uno, nessuno e centomila" di Luigi Pirandello,
Premio Nobel per la Letteratura, 1934

Assumere decisioni rischiose è inevitabile nella condizione di vita umana. Nei confronti del rischio ogni individuo può esprimere un gradimento variabile, tanto che è consueto riferirsi a persone avverse o propense al rischio. Se questi concetti sono di opinione comune, meno consolidato è il fatto che l'atteggiamento individuale verso il rischio cambia a seconda dei contesti di riferimento: si può essere propensi a rischiare nella guida dell'auto, ma prudenti negli investimenti in Borsa, amare sport estremi ma non gradire l'incertezza sentimentale, o recarsi di frequente al casinò ma seguire attentamente una profilassi di prevenzione delle malattie. Tecnicamente, si afferma che l'atteggiamento individuale verso il rischio è multi-dimensionale. In questa sede, ci si occupa esclusivamente di propensione/avversione al rischio finanziario e del comportamento degli individui mentre assumono decisioni economiche in condizioni di incertezza.

Il tema della propensione/avversione individuale verso il rischio finanziario è divenuto di grande momento, specialmente perché, a partire dalla MiFID del 2007, l'offerta di servizi di investimento (in particolare, gestioni e consulenza) è condizionata alla sottoscrizione di una sorta di "presa di responsabilità" da parte del cliente, sul livello di rischio che questi è disposto a tollerare. In termini più generali, i servizi di investimento collocati dall'intermediario devono essere ritenuti "adeguati" rispetto

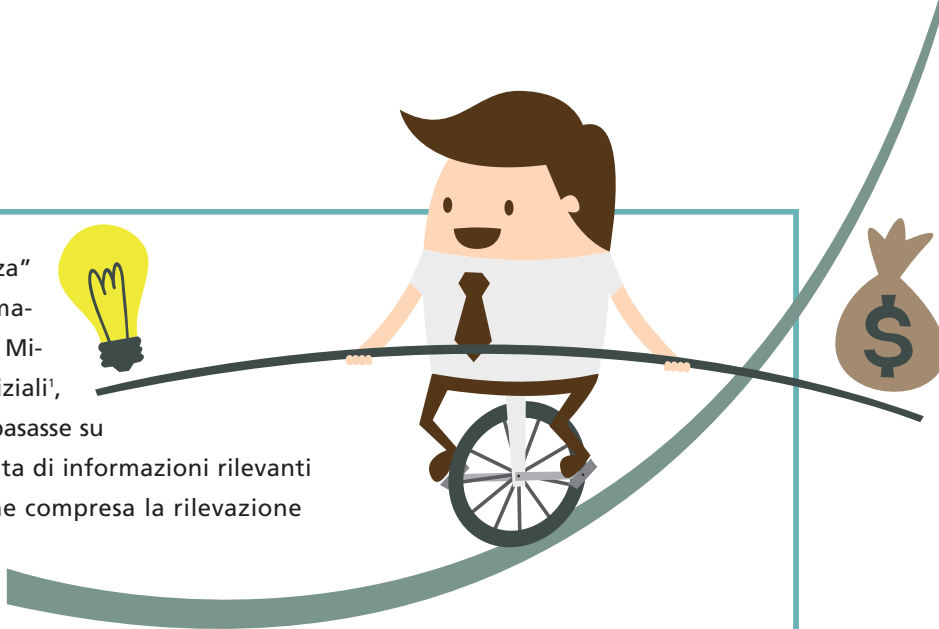
al cliente, dove la condizione di “adeguatezza” viene verificata attraverso un processo formalizzato di “conoscenza” del cliente stesso. La MiFID aveva proposto, almeno nelle sue fasi iniziali¹, che il processo formalizzato in questione si basasse su un “questionario” che permettesse la raccolta di informazioni rilevanti sul cliente, nei cui contenuti minimi è anche compresa la rilevazione della tolleranza al rischio (finanziario).

La propensione/avversione al rischio del cliente, dunque, è da tempo una variabile

che gli intermediari hanno interesse a conoscere e a misu-

rare, visto che essa costituisce una informazione importante, anche se non l’unica, alla base della distribuzione “adeguata” di servizi di investimento.

In questo contributo, si cerca di offrire degli spunti di riflessione sulla definizione di tolleranza al rischio e sulle sue modalità di misurazione. I risultati di ricerche applicate, che hanno messo a confronto strumenti e metriche diverse, sollevano delle criticità su cui gli intermediari (ma anche gli investitori) dovrebbero riporre la loro attenzione.



La definizione di tolleranza al rischio

Intanto, **per tolleranza al rischio si intende una grandezza misurabile e ordinabile**, nel senso reso da alcuni neurologi che la definiscono come “il posizionamento di una persona lungo il continuum che esiste tra avversione e propensione al rischio”². Per quanto riguarda le variabili che determinano la tolleranza al rischio di un individuo, alcuni studiosi di pianificazione finanziaria³ hanno precisato come questa si declini lungo almeno quattro dimensioni (vedi figura 1):

- le conoscenze;
- le preferenze individuali in termini di combinazione rischio/rendimento (rischio oggettivo);

fig.1

Le dimensioni della tolleranza al rischio

Dimensione della tolleranza al rischio

1. Comprensione/conoscenza del rischio
2. Preferenza/propensione verso il rischio, in termini di combinazione rischio/rendimento (rischio oggettivo)
3. Attitudine verso il rischio, ovvero componenti emotivo/psicologiche cui si associa una sopportazione/attrazione (rischio soggettivo)
4. Capacità di rischio, legata alla situazione economica, finanziaria e reddituale



¹ Dal documento EFMA/2012/387 si coglie una presa di coscienza da parte dell’Autorità dei limiti di un uso inadeguato del questionario e di una attenzione maggiore da riporre ai processi aziendali rivolti alla conoscenza ed al monitoraggio dei comportamenti dei clienti.

² “A person’s standing on the continuum from risk aversion to risk seeking”, da Weber, Blais and Betz, *A domain-specific risk-attitude scale: measuring risk perceptions and risk behaviours*. Journal of Behavioural Decision Making, 15, 263-290, 2002.

³ Cordell D.M., *RISKPAC: How to Evaluate Risk Tolerance*, Journal of Financial Planning, 36-40, giugno 2001.

- le componenti emotivo-psicologiche di attrazione/repulsione (rischio soggettivo);
- la capacità personale di sopportare il rischio, specialmente nel senso di sopportazione delle conseguenze economico-finanziarie.

Un'analisi completa della tolleranza al rischio del cliente **assicura l'adeguatezza dei suoi investimenti**



A ben vedere, queste quattro dimensioni non sono lontane dalle grandi aree di informazioni che sono richieste nei questionari di adeguatezza, ex Direttiva 2004/39/CE (MiFID) e Direttiva di attuazione 2006/73/CE, ovvero le esperienze e conoscenze del cliente, la sua situazione economico-finanziaria e gli obiettivi dell'investimento. Pertanto, analizzare nella sua completezza la tolleranza al rischio di un individuo significa acquisire buona parte delle informazioni che permetteranno anche di assicurare l'"adeguatezza" dei suoi investimenti.

Gli strumenti di misurazione della tolleranza al rischio

Sempre la letteratura americana specializzata nei temi di pianificazione finanziaria illustra una serie di strumenti validi per la misurazione della tolleranza al rischio⁴, enunciando una serie di vantaggi e limiti per ciascuno di essi⁵. Grable conclude che **lo strumento che appare più adeguato per misurare la tolleranza al rischio finanziario è un questionario basato su scale psicometriche**. Un questionario con queste qualità era stato validato e pubblicato dallo stesso autore anni prima⁶ permettendo anche di conoscere i meccanismi (il sistema di scoring) di collegamento tra risposte e "profilatura" dell'intervistato.

fig. 2

L'esperimento psico-somatico: IGT e misurazione della conduttanza cutanea



⁴ Grable J.E., *Risk tolerance*, Handbook of Consumer Finance Reserch, a cura di Xiao J.J., New York, Springer, 2008.

⁵ Per una rassegna si veda Alemanni B., Brighetti G., Lucarelli C., *Decisioni di investimento, assicurative e previdenziali. Tra finanza e psicologia*, Il Mulino, 2012.

⁶ Grable J.E., Lytton R.H., *Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument*, Financial Services Review, 8:163-181, 1999.

Grable J.E., Lytton R.H., *The development of a risk assessment instrument: a follow-up study*, Financial Services Review, 12:257-274, 2003.



Nel 2007, ancora prima dell'entrata in vigore della MiFID e dell'introduzione dei questionari di adeguatezza, si è costituita in Italia un'unità di ricerca interdisciplinare, composta da economisti e da psicologi, che si è posta un quesito semplice, in materia di misurazione della tolleranza al rischio: quando un individuo è chiamato ad esprimere la propria tolleranza al rischio tramite questionario, costui o costei è in grado di esternare oggettivamente questa informazione? O la auto-valutazione della propria tolleranza risulta distorta da una serie di fattori soggettivi, come il desiderio di disegnare verso l'esterno una proiezione del "sé" diversa da quella reale?

Grazie ad un primo finanziamento del Ministero dell'Università e della Ricerca, che ha condiviso l'importanza di simili interrogativi, questa équipe interdisciplinare di ricercatori ha avviato una serie di esperimenti sul territorio domestico. Da un lato, si è somministrata la versione italiana del questionario di Grable e Lytton⁷, dall'altro lato, si sono svolti dei test psico-fisiologici che hanno permesso di raccogliere delle misurazioni di avversione/propensione al rischio non distorte "unbiased" da possibili esigenze di auto rappresentazione o anche da inconsapevoli attitudini al "mentire".

Come si evince dalla figura 2, ogni individuo esaminato è stato esortato a selezionare una fra quattro alternative (quattro mazzi di carte) ad ognuna della quali è associata una determinata combinazione rischio-rendimento. Mentre il soggetto prende le sue decisioni viene collegato, tramite dei sensori applicati alle falangi di una mano, ad un sistema di rilevazione della conduttanza cutanea, la Skin Conductance Response - SCR (o Galvanic Skin Response - GSR). Questo esperimento è stato proposto inizialmente in campo neurologico⁸, per spiegare i deficit di presa di decisione in persone con danni specifici al lobo frontale. Successivamente, esso si è dimostrato efficace nella riprova della cosiddetta "ipotesi del marker somatico"⁹. Damasio ipotizza come i segnali somatici provenienti dal corpo (reazioni emotive) guidino di norma le decisioni degli individui e i processi nei quali sia implicata una quota di rischio. In accordo con questa ipotesi, ogni decisione sarebbe associata ad una inconsapevole risposta somatica attivata dalle conseguenze avute in scelte precedenti, che rafforzano o scoraggiano determinate preferenze¹⁰. **Questo sistema permette di replicare, in laboratorio, il processo di assunzione individuale del rischio**, superando i limiti che si incontrano quando un numero elevato di individui, con competenze ed esperienze diverse, viene messo di fronte a decisioni di investimento reali¹¹.

Le decisioni degli individui rispetto a processi rischiosi sono guidate dai segnali somatici del corpo

⁷ *Ibidem*, 1999.

⁸ Bechara A., Damasio H., *Decision making and addiction (part I): impaired activation of somatic states in substance dependent individuals when pondering decisions with negative future consequences*, *Neuropsychologia*, 40, 1675-1689, 2002.

⁹ Damasio A.R., *Descartes error: emotion, reason and the human brain*, New York, Avon Books, 1994.

¹⁰ Anche se premi e perdite sono solo simulati, è stato dimostrato come (Bowman and Turnbull, 2003), modificando la natura dell'incentivo ed impiegando una remunerazione reale (in denaro), emerge un pattern di performance del tutto simile.

¹¹ Lo W.A., Repin D. V., *The psychophysiology of real-time financial risk processing*, *Journal of Cognitive Neuroscience*, 14, 323-339, 2002.





fig. 3

Misure di Biased (BR) e Unbiased Risk (UR) a confronto

Variabile	Num.	Media	Dev.St.	Min	Max
BR	645	0,501	0,180	0	1
UR	645	0,526	0,182	0	1

	BR	BR
BR	1	-
UR	0,07	1

significatività della correlazione con p-value all'1%

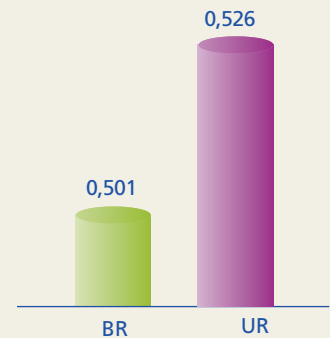


fig. 4

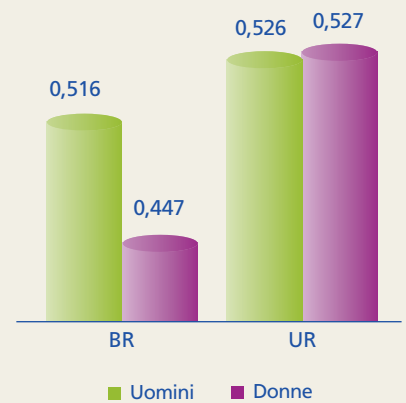
Indicatori di tolleranza al rischio - genere

Genere	Num.	%
Uomini	509	78,91
Donne	136	21,09
Totale	645	100

Uomini	Media	Dev.St.	Min	Max
BR	0,516**	0,176	0	1
UR	0,526	0,181	0	1

Donne	Media	Dev.St.	Min	Max
BR	0,447**	0,185	0,040	0,880
UR	0,527	0,184	0,000	0,975

** significatività delle differenze fra medie in base alla statistica t-Student, intervallo di confidenza al 95%



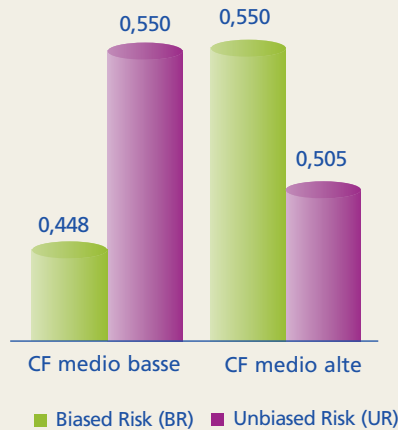
Gli errori di misurazione della tolleranza al rischio

Lo studio ha riguardato un campione ampio, tenuto conto della complessità della metodologia impiegata. Grazie al follow-up della ricerca ministeriale, permesso da Assoreti, si sono esaminati complessivamente 645 individui, stratificando per variabili socio-demografiche classiche, livelli di cultura finanziaria e professione (si sono coinvolti asset manager, trader e promotori finanziari, da un lato, e "non professionisti finanziari" dall'altro). L'ampiezza e la qualificazione del campione impiegato sono molto più elevate di quelle relative ad altri studi simili esistenti finora a livello internazionale. I risultati conoscitivi conseguiti attraverso questi esperimenti sono numerosi e vasti; si rimanda il lettore ai vari contributi in cui questi sono stati riportati in dettaglio. In questa sede, si presenta l'evidenza più saliente che permette di

fig. 5

Indicatori di tolleranza al rischio e conoscenze finanziarie

Conoscenze finanziarie (CF)	Num.	%		
CF medio basse	310	48,06		
CF medio alte	335	51,94		
Totale	645	100		
CF medio basse	Media	Dev.St.	Min	Max
BR	0,448**	0,183	0	1
UR	0,550**	0,171	0	1
CF medio alte	Media	Dev.St.	Min	Max
BR	0,550**	0,164	0,080	1,000
UR	0,505**	0,188	0,000	0,950



** significatività delle differenze fra medie in base alla statistica t-Student, intervallo di confidenza al 95%

dare risposta ai quesiti posti. Si assuma¹² che dal questionario di autovalutazione della tolleranza al rischio¹³ si possa ottenere la profilatura di ogni individuo, nell'ambito di una scala tra 0 (massima avversione al rischio dichiarata) e 1 (massima propensione dichiarata). Questa misurazione di tolleranza al rischio viene definita **Biased Risk (BR)**. Si assuma, inoltre, che dal test psico-fisiologico si ottenga una misura di tolleranza al rischio non condizionata dalla auto-rappresentazione, e che ugualmente questa metrica, definita **Unbiased Risk (UR)**, venga fatta variare nell'ambito di una scala con estremi 0-1.

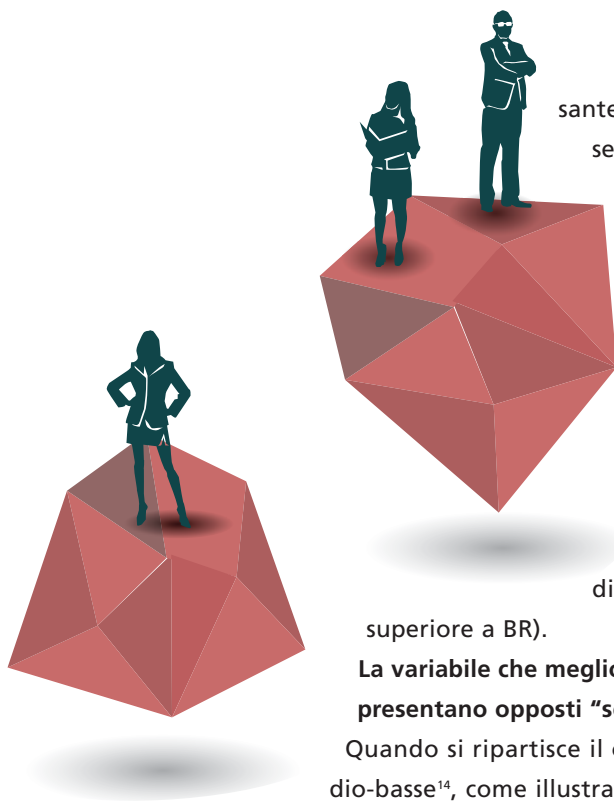
Nella figura 3, si ha modo di leggere i valori statistici (sinistra) ed intuire graficamente (a destra) i livelli medi delle misure di BR ed UR conseguiti nel nostro campione. Si riporta anche il dato sulla correlazione lineare tra le due serie UR e BR conseguite per i soggetti esaminati; si nota come, in modo piuttosto sorprendente, vi sia assenza di correlazione (coefficiente di correlazione allo 0,07) tra l'auto-rappresentazione della propria tolleranza al rischio e il comportamento di propensione/avversione manifestata nell'esperimento di laboratorio.

Sebbene le analisi siano state svolte su una base ampia di variabili socio-demografiche, si presentano alcune evidenze relative al genere e alle conoscenze finanziarie possedute. Intanto, rispetto al genere è interes-



¹² Sui dettagli relativi alle modalità di calcolo si rimanda ai vari lavori specialistici (Lucarelli C., Brighetti G., *Risk tolerance in financial decision making*, Palgrave Macmillan, UK, 2010 e Alemanni B., Brighetti G., Lucarelli C., *ibidem*).

¹³ Gable J. E., Lytton R. H., *ibidem*, 1999 e 2003.



sante notare come la tolleranza al rischio che si pensa di possedere sia fortemente condizionata da un costrutto sociale, in base al quale le donne appaiono statisticamente diverse dagli uomini, per quanto riguarda le metriche derivanti dalla auto-rappresentazione, mentre quando sono osservate durante l'esperienza di laboratorio, assumono comportamenti rischiosi in un modo non statisticamente diverso dagli uomini. Questi primi rilievi sulla presenza di differenze tra rappresentazione della tolleranza al rischio da questionario e propensione al rischio unbiased, però, non sorprendono tanto quanto notare come alcuni soggetti tendano a presentare differenze di un tipo (BR superiore a UR), altri del tipo opposto (UR

superiore a BR).

La variabile che meglio partiziona il campione degli intervistati tra soggetti che presentano opposti "segnali" di differenza è il grado di conoscenza finanziaria.

Quando si ripartisce il campione tra soggetti con conoscenze medio-alte e medio-basse¹⁴, come illustrato dalla figura 5, si nota come i soggetti del primo insieme si auto-definiscono propensi al rischio, ma nel test di laboratorio prendono decisioni meno rischiose (controllano/limitano la loro attrazione emotiva verso il rischio); i soggetti con conoscenze finanziarie più basse si ritengono persone prudenti, mentre nell'esperienza si comportano in modo molto propenso al rischio.

Le implicazioni operative e le riflessioni per intermediari e investitori

Si comprenderà che, mentre la differenza positiva BR-UR non presenta criticità particolari, specie perché ricorre in persone con conoscenze/competenze finanziarie elevate, il comportamento sotteso dalla differenza negativa BR-UR appare notevolmente più problematico, visto che una parte importante del campione si dichiara avversa al rischio mentre ne è attratta emotivamente. Il basso livello di cultura finanziaria che caratterizza questo insieme di persone rivela una fragilità comportamentale che potrebbe sottendere scelte di investimento non consapevoli. Ed in ultima istanza, questo aspetto costituisce **un monito significativo per i professionisti finanziari che si confrontano con una simile tipologia di individui, che rivelano nell'auto-rappresentazione (nel questionario) una proiezione del sé nient'affatto in linea con la realtà.**

Caterina Lucarelli; Professore di Economia degli Intermediari Finanziari -
Università Politecnica delle Marche

¹⁴ La distinzione è avvenuta ponendo nel primo insieme gli individui che hanno dichiarato di avere una conoscenza approfondita di almeno quattro di questi cinque prodotti finanziari non elementari: Exchange Traded Funds-ETF, hedge fund, obbligazioni strutturate, strumenti derivati e polizze index/unit linked. Questo criterio, per quanto perfezionabile, appare efficace perché, come dimostrato dalla figura 5, esso permette di dividere sostanzialmente a metà il campione.