

# OPPORTUNITÀ E LIMITI DEGLI STRUMENTI DI RILEVAZIONE DELLA TOLLERANZA AL RISCHIO: ALCUNI ASPETTI METODOLOGICI

*Caterina Lucarelli*

*Professore di Economia degli Intermediari Finanziari*

*Università Politecnica Marche*

[c.lucarelli@univpm.it](mailto:c.lucarelli@univpm.it)

CONSOB- Roma, 23 novembre 2012

# Tolleranza al rischio vs adeguatezza degli investimenti

Tolleranza al rischio



Adeguatezza

# La tolleranza al rischio individuale

L'attitudine soggettiva verso il **rischio** è **multidimensionale**:  
l'avversione in un "dominio" (es. finanza) non necessariamente corrisponde  
a quella in altri domini (es. sport, social skill..)

## Dimensioni della tolleranza al rischio

(Cordell, 2001)

- 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 economico, finanziaria e reddituale

# Tolleranza al rischio vs adeguatezza degli investimenti

## Tolleranza al rischio

## Adeguatezza

Informazioni richieste ex Direttiva 2004/39/CE (MiFID) e Direttiva di attuazione 2006/73/CE

1- Comprensione/**conoscenza**



1- **Esperienze e conoscenze**

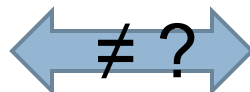
2- Preferenza/propensione rischio/rendimento  
(**rischio oggettivo**)

2- **Situazione** finanziaria

3- Attitudine verso il rischio (**rischio soggettivo**)

3- **Obiettivi** dell'investimento

4- **Capacità** di rischio



# Le criticità metodologico/concettuali

## Area 1

- Gli strumenti di rilevazione della **tolleranza al rischio**

## Area 2

- L'attendibilità delle informazioni che hanno rilievo nella valutazione dell' **adeguatezza**
  - A. conoscenze dei prodotti finanziari
  - B. comprensione della relazione rischio/rendimento (rischio oggettivo)
  - C. comprensione del concetto di probabilità
  - D. atteggiamento verso le perdite

# Gli strumenti di rilevazione della tolleranza al rischio

(Grable 2008)

	Vantaggi	Limiti
1 giudizio personale/professionale	Personalizzazione/ flessibilità	Soggettività del valutatore
2 euristiche	Valorizzazione delle esperienze passate	Mancanza di fondamento scientifico
3 osservazione degli investimenti effettivi	Valorizzazione delle esperienze passate	Comportamenti imitativi e scelte in trend
4 somministrazione di una serie di quesiti singoli	Facilità di rilevazione	Mancanza di robustezza
5 questionari strutturati su scale psico-metriche	Facilità di rilevazione Dotati dei requisiti di: - Validità - Attendibilità (Roszkowski et al. 2005)	Affidabili?

# Gli strumenti di rilevazione della tolleranza al rischio



Ricerca (PRIN2007) per testare la capacità di “previsione” della tolleranza al rischio da parte di questionari strutturati su scale psico-metriche (Brighetti, Lucarelli, Uberti, 2012).

**Quanto è affidabile una autovalutazione?**

# Gli strumenti di rilevazione della tolleranza al rischio

## Misurazioni della tolleranza al rischio

### Ex- ante

Somministrazione di un **questionario** di rilevazione della tolleranza al rischio finanziario individuale (Psychometrically Derived Financial Risk Tolerance questionnaire- **PDFRT** assessment tool)

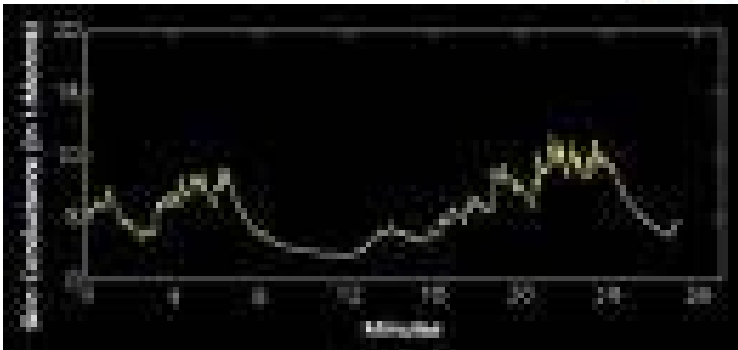
Rilevazione della reazione emotiva (**somatica**) degli individui PRIMA delle scelte rischiose (Skin Conductance Response-**SCR**)

### Ex- post

Osservazione e rilevazione dei dati derivanti dal processo di scelta individuale in situazione di laboratorio (**IOWA Gambling Task- IGT**)



# Gli strumenti di rilevazione della tolleranza al rischio



# Gli strumenti di rilevazione della tolleranza al rischio

## Il campione e la metodologia

Si sono invitati a partecipare oltre **600 soggetti** e 445 di essi hanno dato la loro disponibilità a prendere parte all'esperimento.

Si è controllato per il **self-selection bias**.

Il campione dei **445 soggetti** esaminati comprende: **clienti di banche; dipendenti di banche; promotori finanziari, trader ed asset manager**.

E' il **più vasto** esperimento mai realizzato in letteratura, a nostra attuale conoscenza:

*Lo and Repin (2002) - **10** soggetti;*

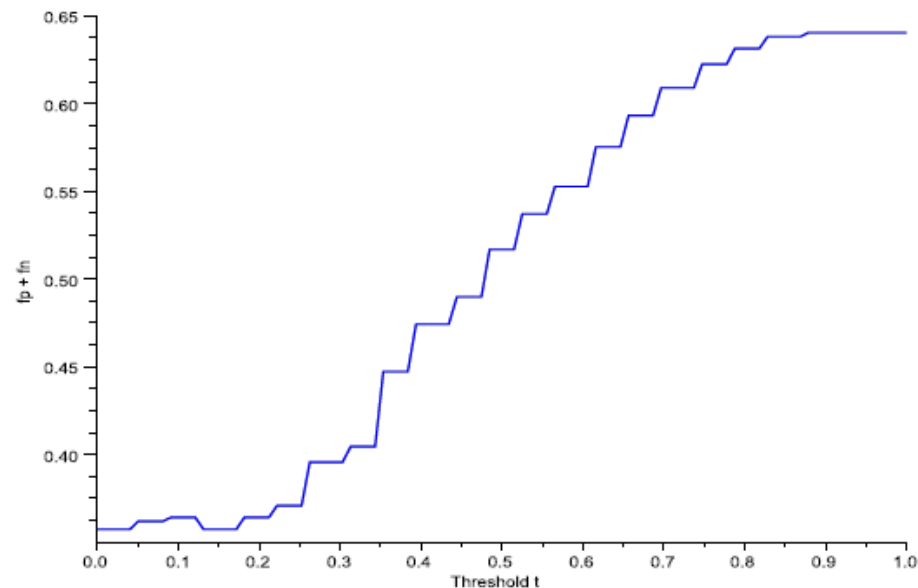
*Lo, Repin and Steenbarger (2005) - **33** individui, ma senza alcuna osservazione psicologica;*

*Bechara, A., Damasio H. (2002) comparano **46** individui dipendenti da sostanze, **10** soggetti con lesioni della corteccia pre-frontale e **49** soggetti di controllo.*

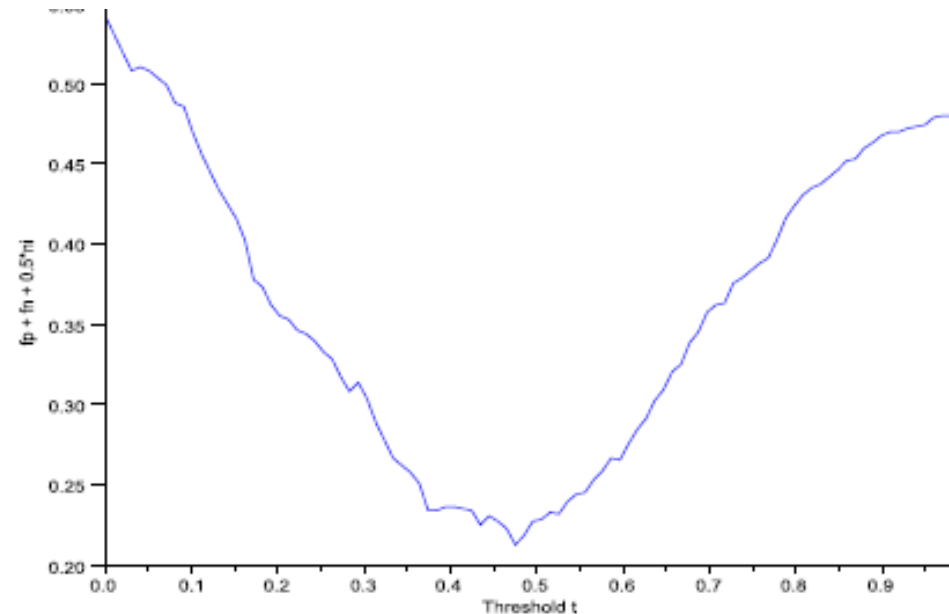
# Gli strumenti di rilevazione della tolleranza al rischio

Gli errori di classificazione (avversi come propensi e vv) **Risultati**

Usando il questionario



Usando la conduttanza



Gli individui a cui si chiede di **auto-valutare la propria tolleranza al rischio**, hanno una forte probabilità di sbagliare (dal 35 al 65% di probabilità di errore).

Fonte: Brighetti, Lucarelli, Uberti, 2012

La reazione somatica (emotiva) anticipata, prima delle scelte rischiose, predice l'assunzione di rischio (classifica) meglio del questionario (17% di probabilità di errore).

# L'attendibilità delle informazioni usate per l'adeguatezza

MiFID		Letteratura		
Items	Variabili	Items	Variabili	
esperienze e conoscenze	professione	esperienze e conoscenze	professione	
	istruzione		istruzione	
	“passato finanziario”		esperienza precedente in materia di investimento	
			esiti delle scelte d'investimento precedenti	
		<b>A</b>	conoscenza dei prodotti finanziari	
			conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari	
			<b>B</b>	<i>trade off</i> rischio-rendimento
	tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza		dimensioni del rischio (credito/mercato/cambio)	
			diversificazione di portafoglio	
			<b>C</b>	percezione delle probabilità
			<i>overconfidence</i> e ottimismo	
			il cliente	
obiettivi d'investimento		il quale il cliente desidera conservare l'investimento	d'investimento	desidera conservare l'investimento
		finalità dell'inv.		preferenze verso il tempo
		preferenze in materia di rischio	tolleranza al rischio	esigenze di liquidità
		profilo di rischio		finalità dell'investimento
			ammontare	
			<b>B</b>	atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo)
			<b>D</b>	capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo)
				avversione alle perdite

# L'attendibilità delle informazioni usate per l'adeguatezza

## A. conoscenze dei prodotti finanziari



Ricerca in collaborazione con AIPB 2011-2012 (650 rispondenti “qualificati”)

Quali “rappresentazioni euristiche” hanno gli investitori sugli attributi/qualità delle forme di investimento?

Proposte di dieci qualità potenzialmente attribuibili ad una forma di investimento:

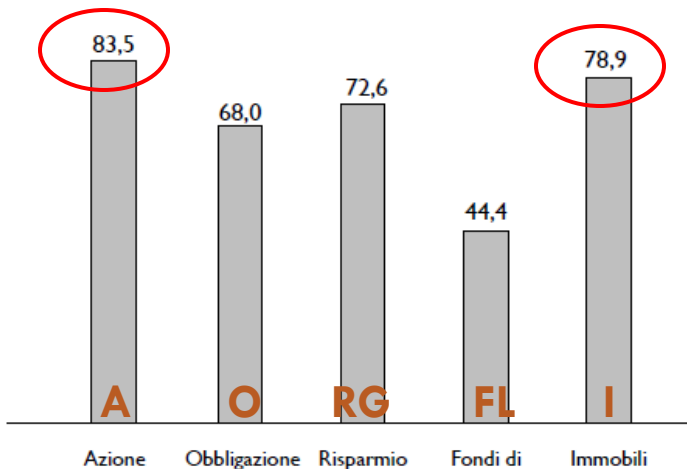
1. Che dà rendimenti elevati
2. A breve termine (fino a tre anni)
3. Impegnativa per il monitoraggio di rendimenti/rischi
4. Impegnativa per la gestione (investire e disinvestire)
5. Appassionante
6. Per capitali importanti/elevati
7. A lungo termine (5 e più anni)
8. Poco costosa
9. Liquidabile (facile/veloce da smobilizzare senza costi aggiuntivi)
10. Molto rischiosa

**Azione**  
**Obbligazione**  
**Risparmio gestito**  
**Fondi di liquidità**  
**Immobili**

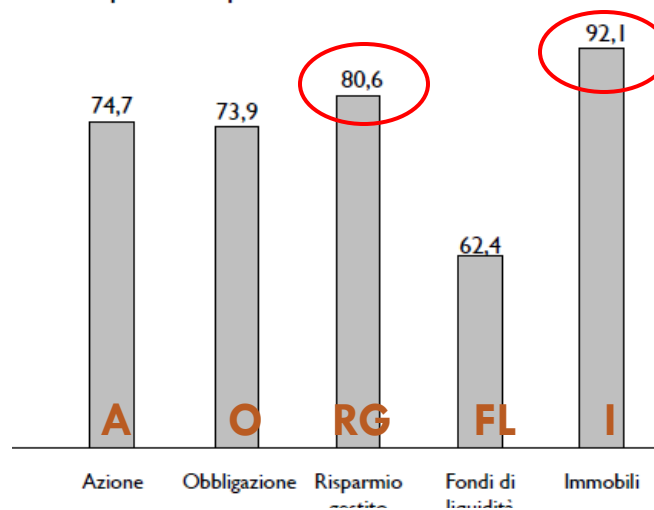
# L'attendibilità delle informazioni usate per l'adeguatezza

## A. conoscenze dei prodotti finanziari

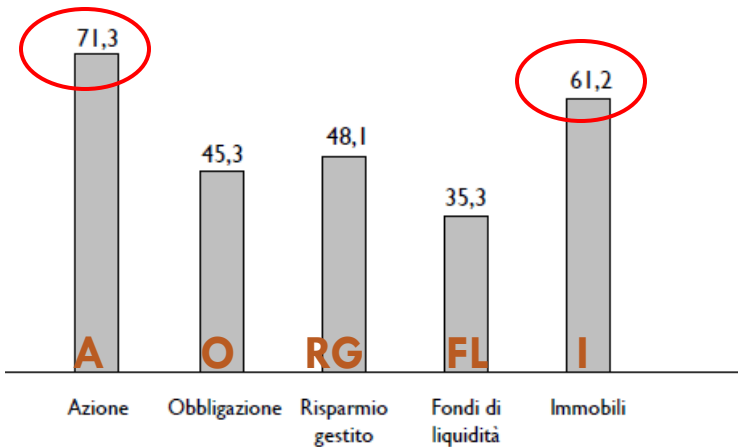
Che dà rendimenti elevati



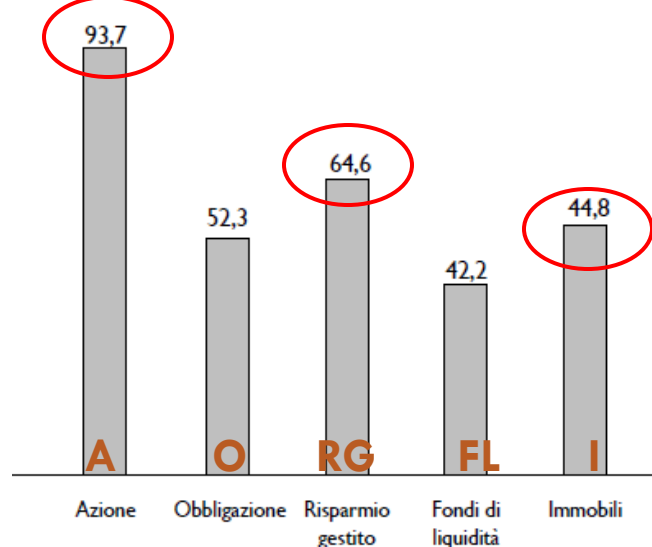
Per capitali importanti/elevati



Appassionante



Molto rischiosa



# L'attendibilità delle informazioni usate per l'adeguatezza

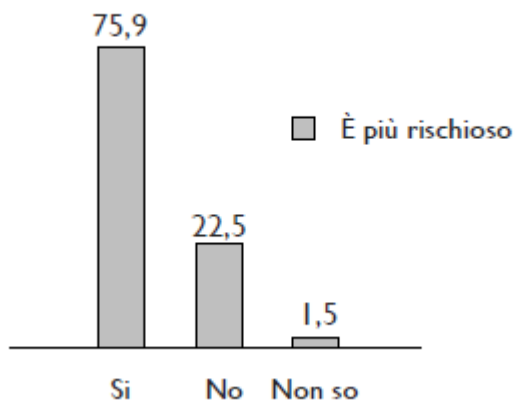
B. comprensione della relazione rischio/rendimento



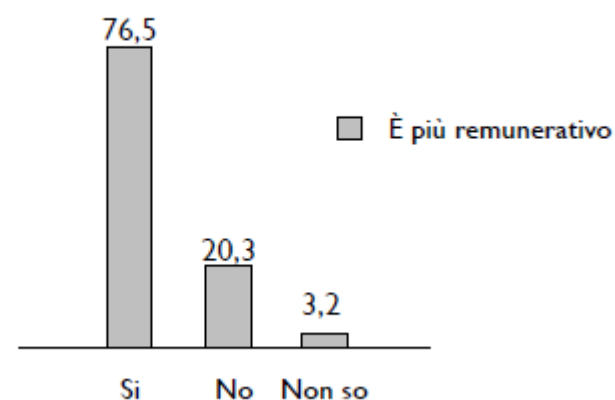
Ricerca in collaborazione con AIPB 2011-2012 (650 rispondenti "qualificati")

La relazione "rischio-rendimento" è compresa?

Un investimento più redditizio



Un investimento più rischioso



Fonte: nostre elaborazioni su dai AIPB

Quasi 1 su 4 degli intervistati (qualificati per livello di reddito/patrimonio) non riconosce una relazione positiva tra rendimento e rischio.

# L'attendibilità delle informazioni usate per l'adeguatezza

C. comprensione del concetto di probabilità



Ricerca in collaborazione con AIPB 2011-2012 (650 rispondenti "qualificati")  
**Il concetto di probabilità e di rendimento atteso sono compresi?**

Opzione 1: composta da quattro diversi investimenti che danno il seguente:	Opzione 2: composta da quattro diversi investimenti che danno il seguente:
Guadagno 1 € con probabilità dello 0,25	Guadagno 1 € con probabilità dello 0,25
Guadagno 3 € con probabilità dello 0,25	Guadagno 2 € con probabilità dello 0,25
Guadagno 5 € con probabilità dello 0,25	Guadagno 3 € con probabilità dello 0,25
Guadagno 7 € con probabilità dello 0,25	Guadagno 9 € con probabilità dello 0,25
<b>Rendimento atteso: 4%</b>	<b>Rendimento atteso: 3,75%</b> <span style="color: orange;">celato!!</span>

	Numero	%
Opzione 1	278	42,8
Opzione 2	251	38,7
Non sa indicare	120	18,5
Totale	649	100,0

Quasi il 60% degli intervistati sbaglia o non è in grado di:

1. Ordinare preferenze in base ai rendimenti attesi (che implicano l'uso delle probabilità)
2. Gestire il pensiero logico-matematico



# L'attendibilità delle informazioni usate per l'adeguatezza

## D. atteggiamento verso le perdite



Ricerca su dati PRIN2007 integrati con collaborazione ASSORETI  
(645 rispondenti “random”)

**L'avversione alle perdite condiziona le decisioni  
finanziarie? Il caso delle scelte assicurative.**

L' **avversione all'incertezza** e la **paura (emotiva) di perdere**  
hanno la capacità di spiegare i comportamenti assicurativi, in modo selettivo per  
le assicurazioni vita, salute, danni, responsabilità civile (esclusa RC).  
Insieme all' **impulsività individuale**.

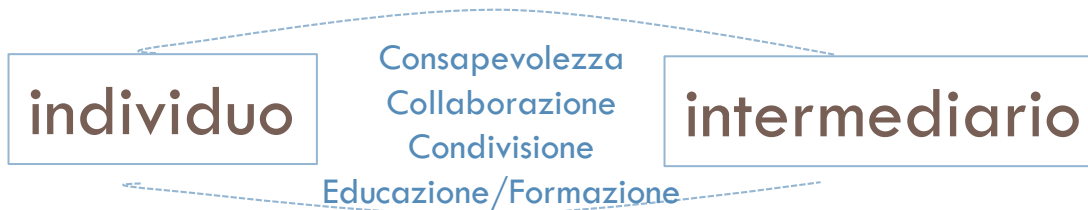
(Brighetti, Lucarelli, Marinelli, 2012).

# I problemi e le proposte

Tolleranza al rischio



Adeguatezza



## Strumenti

I questionari sono inevitabilmente limitati perché si fondano :

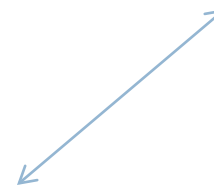
- ✓ su auto-valutazioni;
- ✓ miscredenze/pregiudizi;
- ✓ distorsioni cognitive (difficoltà pensiero logico-matematico)
- ✓ distorsioni percettive (felicità uguale denaro? acquisto perché ho bisogno?).

Sono difficilmente “validi” per la correlazione intrinseca tra capacità ed attitudine al rischio.

MA CORREGGIBILI ED INDISPENSABILI (sebbene NON da soli)

## Processi

- Catena del valore
- Mappatura dei modelli di servizio
- Modularizzazione
- Proporzionalità
- Monitoraggio
- Relazione



# Riferimenti bibliografici delle ricerche citate:

-----  
*Caterina Lucarelli, Gianni Brighetti, Pierpaolo Uberti (2012). Misclassifications in Financial Risk Tolerance. In: SSRN Electronic Journal. doi: 10.2139/ssrn.2007023*

*Lucarelli C., Alemanni B., Brighetti G. (2012). LE DECISIONI DI INVESTIMENTO, ASSICURATIVE E PREVIDENZIALI Tra finanza e psicologia . bologna:Bologna : Società Editrice Il Mulino, ISBN: 9788815239792*

*Lucarelli C., Marinelli N., Brighetti G. (2012). RATIONALITY OR 'GUT FEELINGS': WHAT DRIVES INSURANCE DEMAND?. In: SSRN.*

*C. Lucarelli, S. Maggi (2012). Ricchezza "private" e comportamenti individuali: bisogni, distorsioni e propensioni.. BANCARIA, vol. n.4, p. 21-34, ISSN: 0005-4623*

*Lucarelli C., Maggi S. (2012). Ripensare l'industria del wealth management: verso nuovi modelli di servizio guidati dalla domanda. BANCARIA, vol. n.6, p. 22-33, ISSN: 0005-4623*

*C. LUCARELLI, BRIGHETTI G (a cura di) (2010). Risk tolerance in financial decision making. 1-269, Palgrave MacMillan, ISBN: 9780230281134*

# Ringraziamenti

Innanzitutto, a tutti voi per l'attenzione e poi...

Si ringraziano tutti i componenti dell'equipe di ricerca che ha reso possibile la realizzazione degli esperimenti: Camilla Mazzoli, Cristina Ottaviani, Nicoletta Marinelli, Valeria Nucifora, Rosita Borlimi, Giulio Palomba, Elisa Gabbi, Arianna Rizzoli, Sara Falcioni.

Si ringraziano Twice SIM, Borsa Italiana e Banca Popolare di Ancona- UBI Group per la collaborazione nel coinvolgimento del campione di individui analizzati.

Un ringraziamento particolare va a Marcelli Messorri ex-Presidente di ASSOGESTIONI, per l'opportunità che ci ha offerto di esaminare un campione assortito di gestori italiani. In particolare, si è grati a: JPMorgan-ITALY, Pioneer, Eurizon Capital, Azimut, UbiPramerica, Arca and Prima sgr per avere messe a disposizione personale e strutture a favore della ricerca. Inoltre si ringrazia ASSORETI, e precisamente Marco Tofanelli ed Antonio Spallanzani, per l'opportunità offerta nell'ampliare il campione oggetto di studio, insieme alle reti che hanno collaborato nel veicolare individui per gli esperimenti: Allianz Bank Financial Advisors; Azimut; Banca Fideuram/Sanpaolo Invest Sim; Banca Mediolanum; Finanza & Futuro Banca; Finecobank; Ubi Banca Private Investment.

Infine, un ringraziamento speciale va ad AIPB, nelle persone di Simona Maggi e Bruno Zanaboni, che hanno reso possibile una lettura integrata ed arricchita dei dati.