

IL RISCHIO FINANZIARIO E LE SUE VARIE DIMENSIONI

1. CONOSCERE SE STESSI: IL PRESUPPOSTO DELL'INVESTIMENTO

Prima di scegliere se e come investire, in linea con l'approccio alla pianificazione finanziaria, è necessario riflettere sugli elementi fondanti del processo di investimento, che insieme concorrono a definire il profilo finanziario di un individuo, ossia: obiettivi, risorse disponibili, orizzonte temporale e tolleranza al rischio.

Si tratta di valutazioni delicate, che possono essere distorte tra l'altro da bassi livelli di conoscenza finanziaria e limiti cognitivi e comportamentali.

In linea di principio, infatti, un individuo razionale e dotato di un livello sufficiente di conoscenze e competenze finanziarie sarebbe in grado di raccogliere e analizzare tutta l'informazione disponibile per comparare diverse opzioni di investimento e scegliere quella potenzialmente più adeguata alle proprie esigenze. A partire dai lavori fondamentali di Kahnemann e Tversky, tuttavia, è stato ampiamente mostrato che errori comportamentali di vario genere (*bias*) possono sistematicamente inficiare uno o più passaggi del processo decisionale di investimento.

Bisogni, priorità e obiettivi di investimento

Molto spesso gli individui scelgono gli obiettivi rispetto a un punto di riferimento, un benchmark di ricchezza (patrimonio iniziale, stile di vita, contesto sociale, etc.) e/o di rendimento (rendimenti storici o sperimentati da altri). Taluni dichiarano semplicemente di voler guadagnare 'il più possibile' o definiscono obiettivi irrealistici, probabilmente ignorando che il rendimento atteso cresce al crescere del rischio.

Gli obiettivi dovrebbero invece essere individuati in maniera coerente con le aspirazioni definite in relazione alla propria esistenza (una casa di proprietà, un viaggio, una buona università per i figli), il fabbisogno di risorse corrispondente, l'orizzonte temporale e la scala di priorità relativa dei bisogni che si intende soddisfare.

Risorse finanziarie e capacità finanziaria di assumere rischi

La capacità economica di sopportare il rischio potenzialmente connesso a un investimento finanziario è determinata da un insieme di fattori, tra i quali la fonte e la consistenza del reddito regolarmente percepito, le attività reali (immobili) e finanziarie detenute (comprese la liquidità), gli investimenti in corso, gli impegni finanziari a cui si deve far fronte.

Il reddito a cui fare riferimento non è solo quello individuale ma anche quello familiare, sia ai fini della valutazione del grado di stabilità del reddito sia poiché il livello e la

distribuzione del reddito complessivo tra i membri della famiglia incidono anche sulle scelte di consumo e investimento dei singoli. Ugualmente importanti sono le voci di spesa del nucleo familiare più significative (legate ad esempio all'affitto, al mutuo e al numero di figli) e i fattori che possono minare la regolarità delle entrate (ad esempio, una situazione professionale difficile).

Orizzonte temporale

L'individuazione dell'orizzonte temporale dell'investimento può scontrarsi con atteggiamenti comportamentali quali impazienza, incoerenza dinamica e mancanza di autocontrollo. L'impegno a porre in essere una determinata scelta, ad esempio risparmiare a fini previdenziali, pur apparendo ottimale nel momento in cui viene preso, può diventare meno gradevole al passare del tempo inducendo a comportamenti che gratificano nell'immediato ma inficiano il raggiungimento dell'obiettivo programmato nel futuro (present bias). La vicenda del canto delle sirene, narrata nell'Odissea, costituisce un riferimento utile per comprendere sia i meccanismi mentali che distorcono i comportamenti nel corso del tempo sia i possibili rimedi. La gratificazione del consumo immediato (ascoltare il canto delle sirene) può prevalere su quella posticipata derivante dal comportamento 'virtuoso' (salvarsi resistendo alla seduzione del canto delle sirene) e vanificare così i 'buoni propositi': agire in maniera dinamicamente coerente, tuttavia, è possibile purché si adotti una opportuna strategia vincolante (legarsi all'albero della nave). Tornando al caso delle scelte previdenziali, gli effetti del present bias potrebbero essere neutralizzati attraverso l'adesione a un fondo pensione.

L'avversione miope alle perdite, ossia l'eccessiva attenzione al breve termine congiunta all'avversione alle perdite, è un altro fattore che può distorcere la corretta definizione dell'orizzonte temporale dell'investimento. Il classico esempio è quello delle azioni (strumento adeguato a un orizzonte di medio/lungo termine) e delle obbligazioni (in linea di principio adeguato a orizzonti brevi): se l'intervallo di monitoraggio dell'investimento è breve, la maggiore variabilità del prezzo delle azioni potrebbe indurre investitori avversi alle perdite a preferire lo strumento obbligazionario anche nel caso in cui questo non sia il più adeguato al loro profilo. Come emerge dalla letteratura comportamentale (Benartzi e Thaler, 1995), questo limite cognitivo può essere superato attraverso un'adeguata rappresentazione dei rendimenti storici, in grado di riportare l'attenzione sul lungo termine qualora ciò sia opportuno.

La tolleranza al rischio

La tolleranza al rischio è una nozione particolarmente complessa per vari motivi. Anzitutto, essa attiene a due dimensioni: quella economica, di cui si è già parlato, e quella emotiva. Le due dimensioni non si muovono necessariamente nella stessa direzione: un individuo, pur disponendo di un patrimonio cospicuo, potrebbe essere particolarmente avverso al rischio e viceversa. Inoltre, come mostrano alcuni studi

sperimentali, può accadere che l'autorappresentazione di un individuo risulti disallineata rispetto alla reale capacità emotiva di sopportare il rischio (Lucarelli e Brighetti, 2015). In genere, le scelte di investimento sono guidate dall'autorappresentazione, che tuttavia in fasi di mercato turbolente cede il passo alla reale avversione al rischio e, quindi, a reazioni impulsive e potenzialmente deleterie.

Un'ulteriore criticità, infine, discende dal fatto che l'atteggiamento verso il rischio dipende dal rischio percepito piuttosto che da quello 'oggettivo'. La percezione del rischio, a sua volta, può essere distorta in modo significativo da molteplici fattori anche comportamentali, come si vedrà nel seguito.

2. COMPRENDERE IL RISCHIO FINANZIARIO: IL RUOLO DELLE CONOSCENZE FINANZIARIE E DELLE DISTORSIONI COMPORTAMENTALI

Il rischio è una grandezza soggettiva e multidimensionale, filtrata anzitutto dalle cosiddette scorciatoie mentali (euristiche), ossia regole decisionali applicate dagli individui per semplificare problemi relativi a scelte complesse, che di fatto inducono sistematicamente in errore. Si tratta, in particolare, delle famiglie di euristiche legate alla disponibilità/familiarità, rappresentatività e ancoraggio (Kahneman e Tversky, 1974).

Una delle fasi più critiche del percorso di investimento riguarda l'uso delle euristiche per la comprensione delle caratteristiche degli strumenti finanziari. Le euristiche intervengono condizionando l'acquisizione e l'elaborazione delle informazioni disponibili. L'euristica della disponibilità/familiarità induce gli individui a rimanere influenzati soprattutto dalle informazioni che possono essere facilmente richiamate alla mente: una ricerca della Commissione Europea (2010) mostra, ad esempio, che la comprensione delle caratteristiche dei prodotti finanziari è generalmente molto bassa e che la scelta è guidata soprattutto dalla familiarità con il prodotto e con l'intermediario distributore. L'ancoraggio, invece, genera un effetto inerziale rispetto a un'ipotesi iniziale o a un'informazione saliente che agisce da ancora, trattenendo a sé gli aggiustamenti successivi: il prezzo di acquisto di uno strumento finanziario, ad esempio, può agire da ancora e indurre a non vendere un titolo il cui valore nel frattempo è sceso, perché sono peggiorate le prospettive di rendimento, nell'aspettativa di poter recuperare almeno il costo di acquisto.

L'effetto delle euristiche viene potenziato dal cosiddetto effetto inquadramento (*framing effect*), ossia dai condizionamenti derivanti dalla modalità di presentazione dell'informazione. Alcuni aspetti, quali lo strumento informativo utilizzato (materiale pubblicitario, prospetti informativi, schede prodotto...), il linguaggio, talune modalità grafiche, etc. possono alterare sensibilmente la percezione e l'assunzione di rischio. A differenza di quanto sostenuto dalla teoria classica, infatti, l'attitudine al rischio non è

costante ma può variare in funzione del dominio di riferimento, stimolandone l'assunzione nel campo delle perdite e viceversa nel dominio dei guadagni.

Un esempio di effetto inquadramento

Un esempio molto noto in letteratura (il cosiddetto *Asian disease*) fa riferimento a un lavoro di Kahneman e Tversky (1984). Si supponga di chiedere a un gruppo di individui di scegliere il programma di vaccinazione con il quale combattere un'epidemia, tenendo presente che con il programma A si salvano 200 persone e con il programma B si salvano 600 persone con una probabilità pari a $1/3$, ma può non salvarsi nessuno con probabilità pari a $2/3$. In questo caso, A e B evocano prospettive di guadagni e la maggior parte dei soggetti sceglie A (prevale l'avversione al rischio). Si supponga ora di presentare le medesime opzioni di scelta nel modo seguente. programma C: muoiono 400 persone; programma D: nessuno muore con una probabilità pari a $1/3$, ma possono morire tutte e 600 le persone con probabilità pari a $2/3$. C e D evocano prospettive di perdite e la maggior parte dei soggetti sceglie D (prevale la propensione al rischio). L'assunzione di rischio può quindi variare a seconda di come viene presentata l'informazione; per questo è importante valutare "criticamente" le informazioni esposte nei documenti informativi, provare ad esprimere con parole proprie l'informazione che ricevuta e verificare con il consulente se la propria valutazione è corretta.

Taluni tratti psicologici, quali ottimismo ed eccesso di fiducia nelle proprie abilità (*overconfidence*), possono determinare una sottovalutazione del rischio e indurre scelte non adeguatamente ponderate.

Un altro elemento che genera variabilità nella tolleranza al rischio si associa alla cosiddetta contabilità mentale, ossia alla tendenza a suddividere le risorse disponibili in conti separati secondo criteri soggettivi, quali per esempio la loro fonte o il loro utilizzo, e a maturare atteggiamenti verso il rischio differenziati a seconda del conto (ad esempio, di avversione al rischio per il conto alimentato da redditi da lavoro e propensione al rischio nel conto in cui confluiscono redditi occasionali). Il risultato è, quindi, un approccio incoerente con la logica di portafoglio e con il principio di fungibilità del denaro.

Per alcuni individui, inoltre, la propensione ad assumere rischio può essere influenzata dai comportamenti altrui (cosiddetto 'herding behaviour'): questo comportamento genera bolle speculative nelle fasi rialziste dei mercati finanziari, destinate a tradursi in spirali al ribasso che si auto-alimentano nelle fasi ribassiste.

La percezione e l'assunzione di rischio, infine, sembrano essere diverse a seconda del genere. Le donne adotterebbero un atteggiamento più prudente degli uomini, anche se le differenze tenderebbero ad annullarsi a parità di competenze finanziarie e nell'ambito delle decisioni prese da una coppia anziché da un soggetto single.

3. LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA

L'importanza della valutazione degli elementi fondanti del processo di investimento (obiettivi, risorse disponibili, orizzonte temporale e tolleranza al rischio) è sottolineata anche dal legislatore comunitario, che con la disciplina della valutazione di adeguatezza ha previsto per l'intermediario che agisce nella veste di consulente e/o di gestore di portafogli il dovere di valutare se il prodotto che propone è adeguato al profilo del cliente. Quest'ultimo viene definito rispetto a conoscenze ed esperienze in materia di investimenti e al tipo specifico di prodotto o servizio, situazione finanziaria e obiettivi d'investimento¹.

Lo strumento tipicamente utilizzato dagli intermediari per la valutazione di adeguatezza è il cosiddetto 'questionario MiFID'. Il questionario contiene una serie di domande tese a rilevare le informazioni prima citate. Ogni intermediario utilizza un suo questionario. All'intermediario che non raccoglie informazioni sufficienti a profilare correttamente il cliente è fatto divieto di prestare il servizio di consulenza o di gestione del portafogli.

Un investitore attento è un investitore che partecipa attivamente allo scambio informativo e diffida dell'intermediario che non chiede nulla o sottovaluta l'importanza della compilazione del questionario.

Le evidenze raccolte dalla Consob, tuttavia, mettono in luce che la maggior parte degli investitori non ha piena consapevolezza dei fattori da ponderare prima di investire: in particolare, l'orizzonte temporale viene preso in considerazione solo dal 24% degli intervistati, gli obiettivi dal 18%, le aspettative di guadagno e la capacità economica di assumere rischi dal 15%, mentre poco meno del 39% dichiara di non avere nessuna particolare attitudine al processo decisionale di investimento (Fig. 1).

Fig. 1 Fattori considerati nella pianificazione degli investimenti

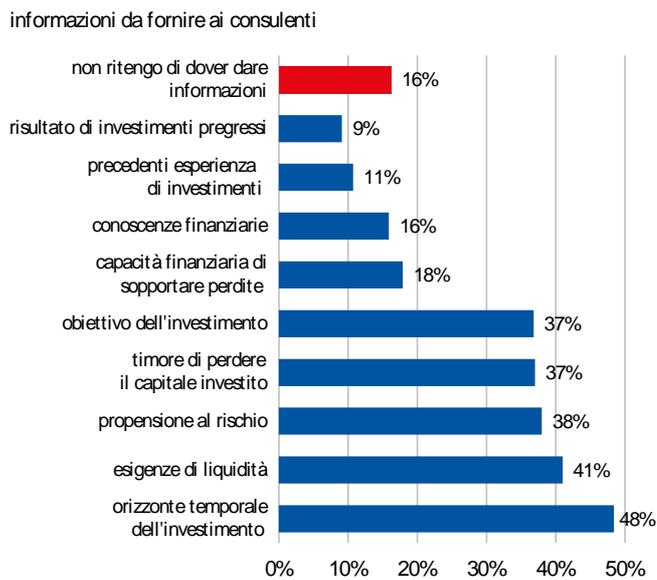


Fonte: 2016 Report on financial investments of Italian households.

¹ Si veda la Direttiva n. 2004/39/CE sui Mercati di Strumenti Finanziari.

Inoltre, la maggior parte degli investitori non è pienamente consapevole del fatto che la qualità della consulenza ricevuta dipende anche dalle informazioni fornite al consulente e si mostra disponibile a offrire all'intermediario solo un quadro incompleto degli elementi informativi necessari alla valutazione di adeguatezza del servizio offerto (Fig. 2).

Fig. 2 Opinione delle famiglie sulle informazioni da fornire al consulente



Fonte: 2016 Report on financial investments of Italian households.