



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

L’EFFETTO DEI BIAS COMPORTAMENTALI SULLE
SCELTE DI INVESTIMENTO

THE EFFECT OF BEHAVIORAL BIAS ON
INVESTMENT CHOICES

Relatore
Prof.ssa Camilla Mazzoli

Rapporto Finale di
Michele Luchetti

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

| | |
|---|------------|
| INTRODUZIONE..... | 5. |
| CAPITOLO 1..... | 8. |
| <i>Dalla finanza classica alla finanza comportamentale.....</i> | 8. |
| 1.1 Le teorie Classiche..... | 8. |
| 1.1.1La teoria dei mercati efficienti..... | 8. |
| 1.1.2La teoria dell'utilità attesa..... | 11. |
| 1.1.3Critica alle teorie dei mercati efficienti e dell' utilità attesa..... | 14. |
| 1.2 La teoria del prospetto..... | 17. |
| CAPITOLO 2..... | 23. |
| <i>I bias comportamentali e le scelte di investimento.....</i> | 23. |
| 2.1 I bias comportamentali..... | 24. |
| 2.1.1 I bias cognitivi..... | 24. |
| 2.1.2 I bias emotivi..... | 27. |
| 2.1.3 I bias sociali..... | 30. |
| 2.2 Gli errori nel processo di investimento..... | 32. |

| | |
|---|------------|
| CAPITOLO 3..... | 37. |
| <i>Il processo di debiasing</i>..... | 37. |
| 3.1 Le tecniche di correzione..... | 38. |
| 3.1.1 L'educazione finanziaria..... | 38. |
| 3.1.2 La consulenza finanziaria..... | 40. |
| 3.1.3 Il supporto delle istituzioni..... | 41. |
| | |
| CONCLUSIONE..... | 43. |
| | |
| BIBLIOGRAFIA..... | 45. |

Introduzione

La finanza comportamentale (behavioral finance) si può definire quella branca della finanza che unisce in sé aspetti di psicologia cognitiva a teorie finanziarie in senso stretto.

Nel corso degli anni si è deciso quindi di prendere sempre più la distanza dall'ipotesi dei mercati completamente efficienti cercando di fornire risposte migliori al reale andamento dei mercati. Si può intuire quindi che la figura di homo oeconomicus, che caratterizza l'approccio tradizionale e che vede gli individui come agenti perfettamente razionali e onniscienti, lascia sempre più spazio ad una visione maggiormente realistica in cui le persone commettono errori, non agiscono sempre razionalmente o non hanno a disposizione tutte le informazioni necessarie per prendere determinate decisioni.

Interessante è la definizione data da Shefrin (1998) il quale definisce la finanza comportamentale come l'interazione della psicologia con le azioni e le performance degli investitori, o quella di Barber e Odean (2011) secondo cui questa branca della finanza arricchisce la comprensione dei processi economici incorporando la "natura umana" all'interno dei modelli finanziari.

Le origini della finanza comportamentale risalgono agli anni Settanta (D. Kahneman, A. Tversky, 1979) e si soffermarono, ad esempio, sul concetto di "teoria del prospetto". Da questo momento in poi gli studi sulla finanza comportamentale vennero rivalutati fino ad arrivare all'ultimo evento storico che sancisce

definitivamente l'importanza di questa materia che è indubbiamente il premio Nobel assegnato nel 2002 a David Kahneman proprio grazie all'opera citata precedentemente.

A conferma di ciò che è stato scritto precedentemente, la finanza comportamentale è un argomento che non venne trattato solamente da economisti ma anche da psicologi. Uno dei primi a trattare questo tema fu Slovic (1972), il quale studiò i mercati finanziari e si focalizzò sul fatto che molto spesso la mole di informazioni presente risultava difficilmente gestibile dagli individui che quindi frequentemente si trovavano ad agire più dettati dall'istinto piuttosto che dalla razionalità.

L'obiettivo del presente lavoro sarà quindi quello di andare ad analizzare nel dettaglio, in tre capitoli opportunamente correlati, la finanza comportamentale e tutte le implicazioni che scaturiscono da questa, prettamente legate all'ambito delle scelte di investimento:

il primo si focalizzerà principalmente sul passaggio dalla finanza classica alla finanza comportamentale andando a trattare nel dettaglio le teorie classiche e la teoria del prospetto; il secondo sarà incentrato invece sulla figura dei "bias" (principalmente quelli di tipo cognitivo), definibili come "un giudizio non necessariamente corrispondente all'evidenza, sviluppato sulla base dell'interpretazione delle informazioni in possesso, anche se non logicamente o semanticamente connesse tra loro, che porta dunque ad un errore di valutazione o a mancanza di oggettività di giudizio", facendo riferimento in particolare a tutte le

problematiche che potrebbero venire a crearsi nell'ottica degli investimenti; il terzo, infine, riguarderà il concetto di debiasing, ossia quel processo mediante il quale si correggono i bias cognitivi, soffermandosi su tutte le possibili tecniche che lo compongono.

Capitolo 1

Dalla finanza classica alla finanza comportamentale

Quali sono i limiti che caratterizzano la finanza classica? Per quale motivo vari studiosi del settore hanno deciso di intraprendere studi proprio nell'ambito della finanza comportamentale?

Il seguente capitolo, come precedentemente accennato, si pone come obiettivo quello di rispondere a queste ed ad altre domande che sono sorte nel corso degli anni, andando, in particolare, ad analizzare il passaggio dalla finanza classica a quella comportamentale.

Nella prima parte di questa sezione si descriveranno le teorie classiche della finanza concentrandosi prima su quella dei mercati efficienti, poi su quella dell'utilità attesa ed infine si andranno a trattare le critiche che sono state mosse ad entrambe. La seconda invece si focalizzerà sulla teoria del prospetto, andando a spiegare come fattori emotivi possano influenzare le scelte di investimento degli individui, soprattutto in un periodo caratterizzato da mercati finanziari nei quali si alternano fasi di diverso tipo.

1.1 Le Teorie Classiche

1.1.1 La Teoria dei Mercati Efficienti

Quando un mercato può definirsi efficiente? Si può definire tale quando il prezzo di equilibrio di una attività finanziaria riflette in modo completo e continuo tutta

l'informazione disponibile, posseduta in modo disomogeneo dai diversi agenti del mercato, di modo da eliminare qualsiasi possibilità di extra profitto da parte degli agenti che raccolgono direttamente informazione sul mercato rispetto a quelli che osservano, al contrario, unicamente le oscillazioni del prezzo sul mercato di riferimento.

Dal punto di vista del contesto storico, la teoria dei mercati efficienti viene fatta risalire agli anni Sessanta (Fama, 1965).

La teoria dei mercati efficienti parte dal presupposto che l'investitore sia un essere razionale (ammesso che alcuni siano irrazionali, i loro scambi, essendo casuali, hanno l'effetto di cancellarsi a vicenda, senza sortire quindi degli effetti sui prezzi), dotato di informazioni complete volte a massimizzare l'utilità attesa. In questo contesto il prezzo è uguale al valore fondamentale del titolo, ottenuto basandosi sostanzialmente sui flussi di cassa attesi e sul tasso di rendimento atteso delle attività. Quando l'investitore viene a conoscenza di qualche informazione che modifica i parametri di valutazione risponde rapidamente variando i prezzi a cui domanda o offre un determinato titolo. L'Autore sostiene che in un mercato ideale i prezzi dei titoli riflettono pienamente tutte le conoscenze disponibili e che le variazioni dei prezzi dei titoli sono dettate esclusivamente dall'acquisizione di nuove informazioni che vengono scontate immediatamente nel prezzo stesso. In questo modo il prezzo è uguale al valore fondamentale del titolo, ovvero al valore esclusivamente legato all'andamento aziendale.

Il legame tra livello di informazione disponibile e grado di efficienza dei mercati induce Fama a definire tre forme di efficienza:

- Efficienza in forma debole;
- Efficienza in forma semi-forte;
- Efficienza in forma forte.

Analizzandole nel dettaglio, la prima è basata sull'ipotesi che i prezzi riflettano solo tutte le informazioni ricavabili dal loro andamento passato (informazioni storiche). Pertanto non è possibile ottenere extra-profitti basandosi solo sulla conoscenza del prezzo e dei guadagni passati, ma questi possono essere realizzati sfruttando altre informazioni pubbliche o note solo ad alcuni operatori. La seconda invece considera che i prezzi riflettano le informazioni di pubblico dominio oltre a quelle contenute nelle serie storiche dei prezzi. Per informazioni pubbliche si intendono dati contabili, relazioni semestrali e bilanci che vengono pubblicati, per aumentare la regolarità delle negoziazioni e la trasparenza sul mercato (anche in questo caso non è possibile ottenere extra-profitti poiché ogni dato diffuso pubblicamente viene subito incorporato nel prezzo delle azioni). La terza, infine, prende spunto dall'osservazione che potrebbero esserci operatori in possesso di informazioni non disponibili a nessun altro (gli insiders). Questi individui all'apparenza avrebbero la possibilità di ottenere rendimenti anomali ma, in presenza di mercato efficiente in forma forte, le informazioni degli insiders verrebbero incorporate nello stesso

momento in cui questi manifestano il loro intento sul mercato, vanificando ogni possibilità di ottenere extra-rendimenti.

Fama cita inoltre le condizioni di efficienza per il mercato finanziario ossia l'assenza di costi di transazione, la disponibilità di tutte le informazioni gratuitamente per tutti operatori del mercato e la coincidenza nel comportamento razionale degli operatori.

Alla fine di questa analisi si può quindi constatare che questa teoria, che è stata l'ipotesi centrale della finanza per circa trent'anni, fa leva su un aspetto in particolare: il comportamento razionale dei soggetti che operano sui mercati finanziari che li porta a seguire i principi dell'utilità attesa.

1.1.2 La teoria dell'utilità attesa

I due economisti Von Neumann e Morgenstern (1947), teorizzarono il modello dell'utilità attesa per spiegare le scelte effettuate dagli individui in condizioni di rischio. Questa teoria considera l'uomo come un essere razionale e si basa su un procedimento deduttivo in cui si legano le scelte e le preferenze del soggetto.

Quando un individuo o un consumatore si trova di fronte a delle alternative senza conoscere con certezza quale si verificherà, ma ne conosce la distribuzione di probabilità di realizzazione, secondo la teoria, gli individui scelgono tra le varie possibilità quella alla quale è associata l'utilità attesa più elevata in base alle risorse che ha a disposizione. In altre parole si può dire che la teoria dell'utilità attesa è un

criterio che permette di selezionare la scelta del consumatore in condizione di non certezza, in condizioni aleatorie. Possiamo quindi dire che l'insieme delle preferenze che massimizza l'utilità del consumatore sono identificate nella funzione dell'utilità attesa, che può essere vista come una funzione che associa ad ogni possibile scelta una corrispondente misura di utilità. Questa funzione dell'utilità attesa poggia su degli assiomi che definiscono la logica sottostante al comportamento decisionale:

ASSIOMA 1: Riguarda l'ordinamento completo delle preferenze ossia il modo in cui un individuo riesce ad ordinare le alternative secondo un ordine delle preferenze.

ASSIOMA 2: Fa riferimento alla continuità delle preferenze; ciò significa che un soggetto messo di fronte ad un'alternativa con una distribuzione di probabilità con un evento migliore e uno peggiore è sempre in grado di indicare una probabilità che lo renda indifferente rispetto all'alternativa con risultato certo.

ASSIOMA 3: Riguarda l'indipendenza delle alternative (criterio della cosa certa); se il soggetto preferisce una qualsiasi alternativa A rispetto ad un'alternativa B, nel caso in cui si evidenzi la presenza di una terza alternativa C, questa non cambia le preferenze del soggetto.

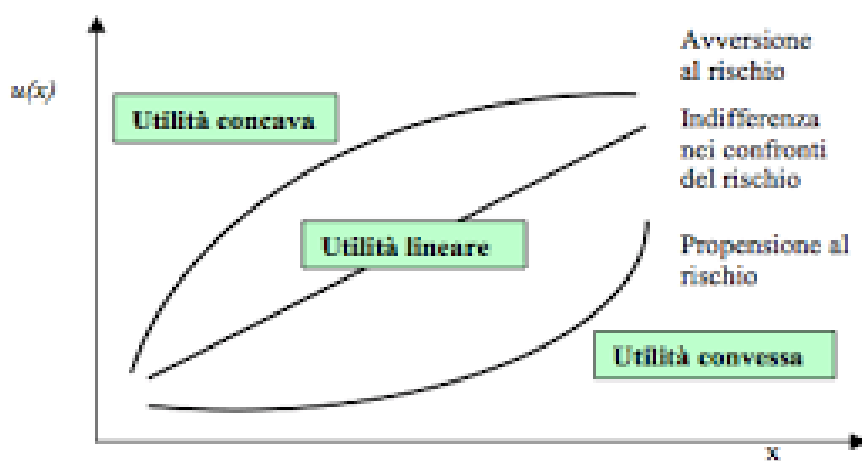
ASSIOMA 4: transitività delle alternative; si considerino tre alternative A, B, C, se l'individuo preferisce A a B ($A > B$), e preferisce B a C ($B > C$), allora deve essere

vero che A è preferita a C ($A > C$); se ciò non accadesse si creerebbe una circolarità e l'individuo non sarebbe in grado di prendere una decisione.

ASSIOMA 5: Riguarda la non sazietà quindi si ipotizza che il consumatore non sia mai sazio: una quantità maggiore sarà sempre preferita rispetto ad una quantità minore. La crescita della preferenza aumenta insieme alla crescita della probabilità, e date due alternative con gli stessi guadagni si preferisce quella con probabilità più alta.

La teoria dell'utilità attesa è fondata su questi assiomi appena enunciati e si basa su un'idea di fondo che già prima è stata enunciata ossia il comportamento razionale da parte degli individui coinvolti, i quali saranno sempre in grado di prendere le loro decisioni in base alle loro preferenze. Crea la funzione di utilità, l'individuo razionale sceglierà l'alternativa che massimizza il livello di utilità attesa $U(x)$, definito come la media ponderata delle utilità delle singole alternative utilizzando come pesi le probabilità del verificarsi delle alternative considerate. Si verrà, di conseguenza, a formare un grafico correlato alla funzione dell'utilità attesa in cui possiamo verificare la posizione di un individuo nei confronti del rischio in base alla curvatura della funzione in esame: se quest'ultima è concava verranno definiti soggetti avversi al rischio vale a dire individui che preferiscono un'alternativa che garantisce un livello di ricchezza certo piuttosto che un'alternativa che produce lo stesso livello atteso, ma con la possibilità di ottenere di più o di meno cioè una situazione di incertezza; nel caso in cui fosse convessa verranno invece definiti

individui opposti a quelli descritti precedentemente, ossia individui che preferiscono l'alternativa con un risultato rischioso rispetto all'alternativa con il medesimo risultato certo (propensi al rischio). Infine nel caso di funzioni di utilità lineare, l'individuo è neutrale o indifferente al rischio, cioè è indifferente tra l'alternativa di certezza e quella di incertezza (figura 1).



(Figura 1, fonte: dspace.unive.it)

1.1.3 Critica alle teorie dei mercati efficienti e dell'utilità attesa

Intorno agli anni Settanta cominciarono a muoversi delle critiche nei confronti delle teorie dei mercati efficienti e dell'utilità attesa. Il problema principale riguarda il concetto di razionalità, il quale risulta inadeguato poiché nelle teorie classiche si presuppone che tutti gli individui agiscano in modo perfettamente razionale quando in realtà ciò non è detto che avvenga.

Uno dei primi contestatori di queste teorie fu il premio Nobel Herbert Simon, il quale sostenne che le persone agiscono per razionalità limitata e che quindi il loro scopo non è quello di ricercare l'ottimo, piuttosto è quello di ricercare soluzioni soddisfacenti (Simon, 1957). In particolare Simon scoprì che quando ci si trova davanti a un problema complesso, raramente si trovano soluzioni ragionate e lineari, ma in realtà si procede per tentativi ed errori, cercando in modo casuale fatti e informazioni rilevanti. Oltretutto la ricerca della comprensione si ferma dopo un certo livello di complessità, infatti alcune informazioni sono molto costose da reperire e la capacità cognitiva delle persone non è illimitata e quindi in alcuni casi diventa irrazionale prendere decisioni pienamente informate. Questo approccio evidenzia quindi come l'individuo deve adattarsi ai propri limiti, a quelli dell'ambiente circostante e, inoltre, viene dimostrato che le scelte vengono fatte in base ad "euristiche", ossia strategie decisionali non razionali e guidate dalle emozioni, le quali sono influenzate da errori cognitivi sistematici (i bias, che verranno opportunamente trattati nel secondo capitolo).

Oltre a queste problematiche sorsero ulteriori critiche scaturite da due paradossi che si delinearono intorno alla metà del Novecento: il Paradosso di Allais (1953) e il Paradosso di Ellsberg (1961).

Il primo mira a dimostrare che gli individui sopravvalutano i risultati considerati certi e sottovalutano i risultati considerati probabili. Essi spesso scelgono sulla base del guadagno del momento e non sulla base dell'utilità attesa, palesando così una

discordanza tra ciò che afferma la teoria e ciò che avviene nella realtà. Di conseguenza, in condizione di incertezza, si rileva che l'investitore reale talvolta non massimizza la propria ricchezza seguendo la logica matematica della massimizzazione del valore atteso dei risultati possibili, ma agisce sulla base di logiche differenti legate spesso a componenti soggettive o consuetudinarie.

Questo paradosso può essere spiegato impiegando il cosiddetto “fanning out” delle curve di indifferenza ossia andando ad analizzare la curva che assume una posizione a ventaglio, mutando quindi la propria inclinazione.

Il secondo mira invece ad analizzare una situazione caratterizzata dalla presenza di ambiguità e dimostra che gli individui possono deviare dal loro comportamento solitamente razionale, quando si tratta di scegliere tra alternative alle quali non è possibile assegnare una probabilità oggettiva di accadimento.

Un'altra anomalia delle teorie classiche con conseguente avvicinamento ad un approccio comportamentale della finanza riguarda le inversioni di lungo termine, definite da De Bondt-Thaler “winner-loser effect” (effetto vincente-perdente).

In queste anomale condizioni si trovano titoli perdenti con performance migliori rispetto ai titoli vincenti a causa dei rendimenti delle azioni che sembrano subire inversioni di lungo termine. Ciò è dovuto al fatto che gli investitori iper-reagiscono a titoli che in passato sono stati perdenti, facendo sì che tali titoli diventassero sottovalutati e, allo stesso modo, la stessa reazione eccessiva si ha di fronte a titoli che in passato sono stati vincenti, determinando una loro sopravvalutazione. Di

conseguenza, i titoli che sono stati perdenti in passato ottengono in seguito rendimenti anomali positivi nel caso in cui la futura crescita degli utili tende ad essere più alta del previsto, viceversa per i titoli che sono stati vincenti in passato. Si viene quindi a creare una situazione in cui l'interpretazione comportamentale del winner-loser effect è incompatibile con la forma debole dell'efficienza del mercato, poiché secondo l'interpretazione tradizionale il fenomeno sarebbe spiegato da un differenziale del rischio piuttosto che da errori di valutazione.

Dunque, in un periodo caratterizzato dalla nascita di varie critiche, si evidenziarono i limiti della teoria tradizionale e si andò sviluppando una nuova ottica della finanza basata su un approccio comportamentale, avente come teoria cardine la già citata teoria del Prospetto di Kahneman.

1.2. La teoria del Prospetto

Come conseguenza dei paradossi, delle anomalie e delle assunzioni che mettono in discussione le teorie tradizionali della finanza, Daniel Kahneman e Amos Tversky (1979) introdussero un nuovo modo per interpretare le decisioni degli individui. I due economisti infatti furono i fondatori della teoria del prospetto, definibile come un'alternativa "descrittiva" alla teoria dell'utilità attesa di Neumann e Morgenstern (1953).

Mentre la teoria classica aveva il fine di stabilire le condizioni ideali secondo cui una decisione può essere definita "razionale", la teoria del prospetto si propose

invece di fornire una descrizione di come gli individui effettivamente si comportano di fronte a una decisione focalizzandosi, ad esempio, sulle decisioni in condizioni di rischio e basandosi su evidenze empiriche.

Kahneman e Tversky dimostrarono infatti come le scelte degli esseri umani violassero sistematicamente i principi della razionalità economica e fecero ciò andando, innanzitutto, ad analizzare i seguenti fenomeni psicologici:

- L'effetto riflesso;
- L'effetto isolamento;
- L'effetto certezza;
- L'effetto contesto (framing).

Analizzandoli nel dettaglio, con l'espressione effetto riflesso si vuole indicare che, a differenza di quanto previsto dalla teoria classica, guadagni e perdite non sono considerati dagli individui allo stesso modo. Ad una avversione al rischio nella regione dei guadagni si oppone una propensione al rischio nella regione delle perdite infatti nel caso in cui si chiedesse ad un soggetto di scegliere tra un guadagno certo o probabile, egli prediligerà il guadagno certo mentre se ci sposta nel dominio delle perdite il soggetto preferirebbe rischiare piuttosto che subire una perdita certa.

Un altro fenomeno psicologico analizzato è l'effetto isolamento il quale si ottiene quando gli individui tendono a isolare le caratteristiche di un problema decisionale concentrando l'attenzione solo su quelle ritenute salienti o comunque differenziali

rispetto ad altre possibili scelte trascurando in questo modo le caratteristiche comuni. La conseguenza principale che può nascere da questo comportamento è che opzioni tra loro equivalenti, una volta scomposte nei loro elementi basici, possano essere viste dal soggetto in maniera diversa, conducendo ad errori di valutazione poiché si rischia di prendere una decisione contrastante con quella effettuata.

Successivamente è presente l'effetto certezza che consiste nella preferenza da parte di un individuo di un evento certo piuttosto che di uno probabile, con conseguente valutazione delle probabilità non lineare (si attribuisce all'evento certo un valore spropositato).

L'ultimo fenomeno psicologico da trattare è l'effetto contesto (framing): con questo termine è possibile evidenziare che i processi decisionali sono condizionati dal modo con cui viene presentato il problema e quindi, se viene data maggior enfasi agli aspetti negativi si rileva una maggiore propensione al rischio, viceversa se maggior enfasi viene data ad aspetti positivi. Kahneman presentò due importanti fenomeni di framing definiti "avversione alla perdita" e "avversione alla perdita certa". Il primo spinge le persone a comportarsi in modo avverso al rischio di fronte ad alternative che presentano sia possibilità di guadagno sia possibilità di perdita mentre il secondo si ha quando è presente da una parte una perdita certa e dall'altra una perdita incerta ma più ingente rispetto alla precedente. Le persone in questo

caso, secondo gli studi apportati da Kahneman, saranno più propense a rischiare piuttosto che ad accettare la prima soluzione nella speranza di battere le probabilità. Da tutti questi fenomeni psicologici si può nuovamente sottolineare come in realtà la teoria dell'utilità attesa sia un'ipotesi troppo semplificatrice dei processi decisionali degli individui poiché presuppone che tutto avvenga in modo razionale. La Prospect Theory si può suddividere in due parti in cui una è descrittiva e una è quantitativa. La prima è formata a sua volta da due fasi:

- La fase di Editing;
- La fase di Evaluation.

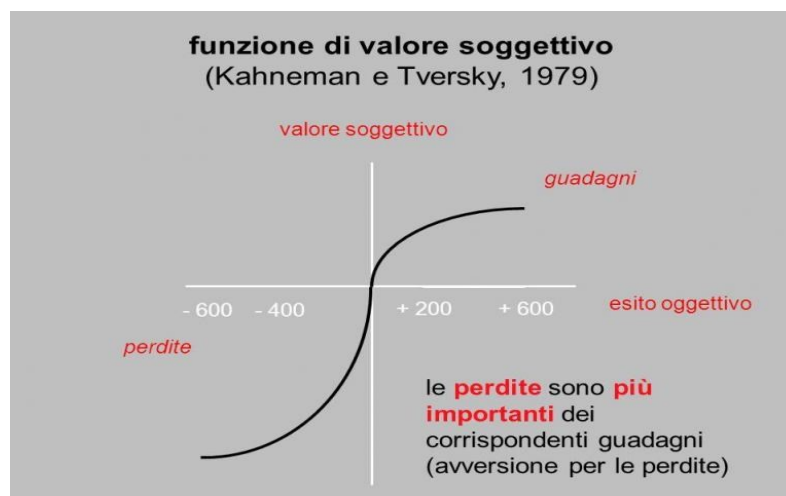
La prima parte del processo consiste in un'analisi preliminare delle alternative con l'obiettivo di proporre una visione semplificata dei prospetti disponibili ottenibile grazie all'elaborazione di sei operazioni (codifica, combinazione, separazione, cancellazione, semplificazione e riconoscimento della dominanza).

Una volta scartati quei prospetti dominati da altri più interessanti, si passa alla seconda parte in cui vengono valutate e confrontate le visioni dei prospetti emerse dalla fase di editing. Nella fase di Evaluation infatti si attua il calcolo dei payoff associati ad ogni alternativa alla ricerca di quello più elevato.

La fase quantitativa invece fa riferimento alla funzione valore che consiste in quell'operatore che definisce il valore dei prospetti per il soggetto decisore mediante un'equazione che descrive il modo in cui i pesi di una decisione si combinano con i valori di ogni esito.

Questa funzione presenta particolari caratteristiche:

- Nella regione dei guadagni è concava mentre in quella delle perdite risulta convessa e si può spiegare ciò grazie al nostro “stato emotivo” che, nel caso dei guadagni, è positivo ma concavo poiché mi trovo in una situazione con un tasso d’interesse decrescente e nel caso delle perdite risulta negativo ma con tasso d’interesse crescente con conseguente funzione convessa.
- Decresce più velocemente nella regione delle perdite piuttosto che in quella dei guadagni. Ciò significa che graverà di più la perdita di una determinata somma di denaro rispetto alla vincita del medesimo importo (figura 2).



(figura 2, fonte: www.SlidePlayer.it)

Si può dire quindi che la teoria del prospetto risultò efficace nella descrizione dei comportamenti degli individui e fornì spiegazioni riguardo alle lacune presenti nelle teorie classiche. Infine Kahneman e Tversky, con questa teoria, raggiunsero due conclusioni ossia che le persone attribuiscono valore ai guadagni e alle perdite

piuttosto che alla ricchezza in sé e che esprime propensione al rischio nelle aree di potenziali guadagni e avversione in quelle caratterizzate da possibili risultati negativi.

Capitolo 2

I bias comportamentali e le scelte di investimento.

Nel capitolo precedente si è visto come, in molti casi, il comportamento di un individuo di fronte a degli investimenti non risponde a requisiti di razionalità. Tutto ciò ha portato ad un passaggio della finanza classica a quella comportamentale, la quale fu oggetto di studio di molti economisti della seconda metà del Novecento.

Si arrivò alla conclusione che questa razionalità, predicata ai tempi della finanza classica, fosse in realtà turbata da comportamenti irrazionali da parte degli individui, che portarono alcuni economisti a definire il concetto di bias comportamentale, descrivibile come quel condizionamento umano che provoca azioni dettate dall'istinto e dalle emozioni.

Lo scopo di questo capitolo è quello di andare ad analizzare questi bias comportamentali e di sottolineare le implicazioni che questi hanno nei confronti delle scelte di investimento.

La prima parte riguarderà il concetto di bias comportamentali, i quali possono dividersi in tre parti (che verranno analizzate nel dettaglio successivamente):

- I bias cognitivi;
- I bias emotivi;
- I bias sociali.

In sintesi, accennando i concetti principali di questa tripartizione, con il primo bias si intende l'incapacità dei soggetti di utilizzare tutte le informazioni presenti, con il secondo si tocca la sfera delle emozioni creando atteggiamenti che possono provocare distorsioni ed infine con il terzo ci sono quei condizionamenti sorti dai comportamenti della società di appartenenza.

La seconda parte del capitolo è incentrata sul concetto di investimento in sé e di come questo può variare in base ai bias citati precedentemente.

2.1 I bias comportamentali

2.1.1 I bias cognitivi

L'origine del termine "bias cognitivo" risale al 1974 (D.Kahneman, A.Tversky, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases").

I due economisti descrissero questo fenomeno come un processo secondo il quale gli individui prendono le loro decisioni utilizzando un numero limitato di "scorciatoie mentali", piuttosto che processi razionali.

Secondo Kahneman e Tversky tutto ciò è dovuto al fatto che ogni decisione di investimento è fondata sul calcolo probabilistico quindi gli individui non dotati di un elevato livello di cultura in ambito economico-finanziario hanno la tendenza a commettere errori.

Nel testo precedentemente citato e in altri (“Cognitive Bias” di A.Wilke e R.Mata, 2012) si nota la tendenza ad evidenziare gli errori in base alle euristiche che un individuo adotta.

La prima che potrebbe essere inconsapevolmente usata riguarda la disponibilità di informazioni ossia la propensione a stimare la probabilità di un evento sulla base dell'impatto emotivo di un ricordo, piuttosto che sulla probabilità oggettiva. Da questo tipo di scorciatoia possono scaturire vari errori tesi a distorcere la realtà come, ad esempio, “l'effetto notorietà” che si viene a formare quando eventi più recenti tendono ad essere considerati più probabili (di conseguenza la valutazione sarà soggettiva essendo condizionata da eventi).

Uno studio condotto da Heath e Tversky (1991) ci permette di definire un altro tipo di errore legato alla disponibilità ossia “l'effetto familiarità” descrivibile come quel processo in cui, in un contesto ambiguo, gli individui preferiscono scommettere sugli eventi sui quali ritengono essere maggiormente informati. Questo effetto lo si può ritrovare, ad esempio, nella scelta dei titoli dove vengono ritenuti più sicuri quelli più conosciuti dal soggetto, andando a trascurare altri titoli meno familiari.

Questo fa sì che gli individui abbiano la conseguente tendenza ad investire in contesti più vicini al luogo di appartenenza o al luogo di lavoro, provocando un altro effetto, collegabile al precedente, ossia “l'effetto confine” (home bias).

Per quanto riguarda l'euristica della disponibilità delle informazioni, l'ultimo effetto da menzionare è noto come “l'illusione di verità”. Nel 1999, Reber e

Schwarz trattarono questo argomento spiegando come dei soggetti abbiano giudicato delle dati falsi perché erano incapaci di leggerli, di conseguenza l'illusione di verità può definirsi come un'inclinazione da parte degli individui a ritenere vere quelle informazioni facili da intuire.

Spesso accade che i soggetti valutino le probabilità che un oggetto appartenga ad un certo insieme sulla base di caratteristiche appariscenti e non su un'analisi dettagliata di fondo. La seconda euristica da trattare, ossia la rappresentatività, esprime proprio questo concetto e provoca la formazione di altri errori comuni tra gli investitori quali "l'effetto alone" e la "regressione verso la media".

Il primo si può definire come una distorsione cognitiva da parte delle persone che causa la generalizzazione di una caratteristica o di una qualità di un oggetto, estendendo giudizi positivi su quest'ultimo. Un esempio di questo effetto lo ritroviamo nell'ambito del marketing quando l'immagine di un prodotto o di un brand proveniente da un determinato Paese influenza l'opinione di altri prodotti provenienti dal medesimo posto. La "regressione verso la media" invece è un errore da parte degli individui che vedono le manifestazioni estreme di un determinato fenomeno come l'anticipazione di valori altrettanto estremi quando in realtà di norma si tende a ridimensionarsi. De Bondt e Thaler (1995) spiegarono che le previsioni sull'andamento delle azioni tendono ad essere ottimistiche per i titoli che hanno battuto l'indice di mercato per un certo periodo di tempo ma evidenze empiriche hanno provato il contrario.

La terza euristica che compone i bias cognitivi è, infine, l'ancoraggio, che si manifesta quando si hanno poche informazioni da analizzare e di conseguenza ci si affida a quello che si ha, andando a creare possibili errori come, ad esempio, il "conservatorismo" o la "dissonanza cognitiva".

Il primo fenomeno venne descritto dall'economista S.Edwards nel 1968 come la tendenza a formulare giudizi sulla base di un'ipotesi iniziale che non si intende cambiare. In altre parole ciò potrebbe essere spiegato dal fatto che la situazione in cui si trovano i soggetti viene ritenuta da quest'ultimi familiare mentre le altre alternative a disposizione sono considerate incerte provocando quindi un senso di insicurezza. Spesso gli individui si trovano davanti a situazioni in cui si rendono conto di essersi basati su convinzioni che successivamente si sono rivelate errate, provocando sensazioni spiacevoli che possono portare il soggetto in esame ad assumere comportamenti irrazionali. Un esempio per spiegare questo fenomeno chiamato "dissonanza cognitiva" si potrebbe ricondurre alla bolla Internet del 2000 quando, anche in presenza di un mercato in rapido deterioramento, molti analisti continuavano ad emettere indicazioni di acquisto positive su gran parte dei titoli.

2.1.2 I bias emotivi

Dopo aver trattato i bias cognitivi, è fondamentale considerare un altro tipo di bias: i bias emotivi. La caratteristica principale di questa tipologia di condizionamenti è che, mentre i bias cognitivi si concentrano sull'utilizzare ed elaborare le

informazioni che i soggetti hanno a disposizione, i bias emotivi sono strettamente legati alla sfera emotiva dell'individuo al momento dell'acquisto o della vendita di un'attività finanziaria. Una delle emozioni ex post che entrano in gioco quando si attua un investimento è il rimpianto, che genera a sua volta comportamenti ex ante volti ad evitare che quest'ultimo si manifesti come, ad esempio, l'avversione al rimpianto.

Questo comportamento emotivo può generare una serie di errori tipici tra cui il "disposition effect", ovvero la tendenza da parte degli individui di non voler realizzare di aver commesso errori nelle decisioni. Un esempio si ha quando si vendono titoli che hanno accumulato valore e si tengono quelli che lo hanno perso solo perché si attiva la componente emozionale: infatti la vendita di un titolo in rialzo genera guadagno e al contempo una sensazione di orgoglio mentre se il titolo è in perdita si proverà insoddisfazione e quindi si tenderà a rinviare in modo da evitare di realizzare di essere in quella situazione. Un altro errore tipico dell'avversione al risparmio è l'errore d'omissione (omission bias), argomento trattato da Ritov e Baron nel 1990. Questo fenomeno si ha quando il decisore, in situazioni di scelta rischiosa, preferisce non agire piuttosto che farlo, sebbene l'omissione dell'azione potrebbe rivelarsi comunque più rischiosa. Il terzo errore generabile dall'avversione al rischio prende il nome di "errore di auto-attribuzione", il quale si manifesta quando un individuo si rende conto di aver sbagliato e cerca di trovare delle cause esterne a cui attribuire le responsabilità di tale scelta, escludendo

di conseguenza la possibilità di avere torto per colpa sua. Da questo fenomeno si è generato un altro effetto, ossia la tendenza a seguire il comportamento della maggioranza quando si tratta di prendere decisioni importanti in modo da minimizzare il senso di insoddisfazione dato da eventuali scelte sbagliate.

Un ulteriore condizionamento emotivo venne spiegato da Richard Thaler (1985) in suo documento in cui egli descrive la cosiddetta “contabilità mentale” (mental accounting) ossia la tendenza da parte degli individui a suddividere il denaro all'interno della loro mente. Le scelte economiche delle persone sono governate da schemi di contabilità mentale, i quali vennero definiti da Thaler impliciti o espliciti, che ci portano a creare dei veri e propri budget che suddividono la ricchezza. Thaler spiegò che la mental accounting è un condizionamento sbagliato perché ci porta a violare il principio di “fungibility” tale per cui gli individui dovrebbero considerare l'intera ricchezza che possiedono quando prendono decisioni economiche.

Dalla contabilità mentale nasce, in particolare, un errore ovvero l'“effetto denaro dal banco” (house money effect), il quale si genera partendo dal fatto che la mental accounting induce l'individuo a non vedere la ricchezza nella sua interezza. Infatti questo effetto consiste nella tendenza ad essere meno restii a rischiare denaro ottenuto a seguito di una vincita o di un investimento andato a buon fine.

2.1.3 I bias sociali

Dopo aver analizzato i bias cognitivi ed emotivi, si analizzerà in questo paragrafo il concetto di bias sociale, il quale differisce dai precedenti poiché è basato su condizionamenti esterni all'individuo.

Con bias sociali si intendono quindi tutti quei condizionamenti che nascono dal timore del giudizio degli altri e dalla necessità di approvazione a livello sociale. Il condizionamento principale che caratterizza questo tipo di bias è il “comportamento imitativo”, argomento trattato in varie opere (De Bondt e Forbes, 1999 o R.Prechter, 2001), che consiste nell'adeguamento, da parte del singolo, delle decisioni prese da un gruppo di persone. Questo “comportamento imitativo” viene definito dagli economisti come un “excessive agreement” che naturalmente porta alla formazione di errori. Prechter nel 2001 fece notare, ad esempio, come la conformità ai comportamenti (conformity effect) del gruppo sia controproducente per chi investe nei mercati finanziari poiché la maggioranza degli investitori riceve informazioni da soggetti esterni senza verificare se realmente quei dati siano validi o meno.

Questo condizionamento sociale porta alla formazione di vari errori quali “l'effetto conformità” (conformity effect), “l'availability cascade” e “l'effetto del falso consenso”.

Il primo di questi venne trattato non solo da Prechter ma anche da Bond e Smith (1996), i quali andarono ad analizzare degli esperimenti condotti dallo psicologo

S.Asch precedentemente, volti a dimostrare che il giudizio di un individuo nella maggior parte dei casi viene influenzato da eventuali scelte collettive precedenti. I due partirono da questa considerazione realizzando un'ulteriore analisi in cui si poteva notare che la conformità si riduceva gradualmente nel periodo considerato (1952-1966) e che era maggiore nelle società collettiviste piuttosto che individualiste. Naturalmente questo effetto può definirsi un errore visto che l'uniformarsi alle scelte degli altri non sempre risulta essere una scelta razionale.

Il secondo errore derivante dal comportamento imitativo è "l'Availability cascade", definibile come un processo "auto-rafforzamento" in cui una credenza collettiva ottiene sempre più plausibilità attraverso la sua crescente ripetizione nel discorso pubblico. Un esempio di questo fenomeno lo si trova se si considerano le bolle speculative, definibili come una determinata fase che può vivere un mercato quando si ha un aumento considerevole e ingiustificato dei prezzi di uno o più beni.

Infine ci possono essere casi in cui un individuo ha la tendenza a sopravvalutare il grado di accordo che gli altri hanno con le sue convinzioni. Il fenomeno appena citato prende il nome di "effetto del falso consenso" descrivibile, appunto, come la tendenza a pensare che gli altri la pensino come noi. I.Welch volle far notare in una delle sue opere (2000) come un gruppo di individui con lo stesso obiettivo e con poche persone in grado di obiettare alle scelte di questi sia convinto che tutti la pensino al loro stesso modo.

Con quest'ultimo errore si conclude la parte relativa ai bias sociali: nel paragrafo successivo, nonché parte finale del secondo capitolo, si andranno infine ad analizzare gli effetti che i bias comportamentali appena trattati hanno sugli investimenti, in particolare soffermandosi sui relativi errori frequenti che si vengono a formare.

2.2 Gli errori nel processo di investimento

Dopo aver descritto ogni singolo bias comportamentale nel dettaglio è opportuno andare a considerare come si evolve il processo di investimento e quali sono i possibili errori che l'investitore può commettere a causa di eventuali ed errati condizionamenti mentali scaturiti nel corso del tempo. Per ottenere una migliore funzionalità del paragrafo è opportuno dare una definizione di investimento, descrivibile come quell'attività finanziaria che un soggetto economico detto investitore svolge, atta all'incremento di beni capitali mediante l'acquisizione o la creazione di nuove risorse, con il fine ultimo di ottenere un profitto. Uno dei problemi principali legato agli investimenti è il fatto che le famiglie possiedono di norma poche conoscenze in materia finanziaria e ciò costituisce un limite non indifferente. Il sito della Consob riporta delle ricerche dove si dimostra proprio questo infatti secondo delle indagini specifiche riferibili all'argomento risulta che solo il 24% degli investitori considera l'aspetto temporale, il 18% gli obiettivi, il 15% dichiara di tener conto della propria capacità economica di assumere rischi, il

40% ignora le caratteristiche principali che compongono un processo di investimento adeguato ed infine il 60% non conosce i servizi di investimento previsti dalla normativa vigente. Successivamente la Consob illustra una serie di azioni da svolgere per ottenere un corretto processo di investimento del risparmio che si possiede e decide di partire dalla scelta dell'intermediario (fondamentale per fornire assistenza e monitoraggio al processo), in seguito occorre definire il profilo finanziario del risparmiatore per poi investire in uno o più prodotti in coerenza con il piano definito precedentemente.

Oltre a questi limiti che il processo di investimento possiede, bisogna andare ad analizzare anche i tipici errori che si possono commettere, i quali possono essere suddivisi in base ad una ripartizione temporale. Possono esserci quindi:

- Errori prima dell'operazione di investimento;
- Errori durante l'operazione di investimento;
- Errori dopo l'operazione di investimento.

Per quanto riguarda la prima tipologia di errori un esempio classico è il “confirmatory bias”, il quale si manifesta quando l'investitore non è pienamente consapevole dell'investimento che vuole attuare e di conseguenza ricerca delle conferme nel mercato. Oltre a questo ci sono altri due errori tipici che si sviluppano prima delle operazioni, ovvero il dare più peso della norma alle informazioni familiari e l'eccesso di convinzione nelle proprie capacità. Il “familiarity bias” è un classico fenomeno che si palesa in questi casi e ha come ripercussione il trascurare

eventuali occasioni più convenienti che potrebbero presentarsi ma che non vengono considerate.

“Molte persone sopravvalutano ciò che non hanno e sottovalutano ciò che hanno” scrisse l’economista M.Forbes per spiegare il concetto di overconfidence, definibile come quel fenomeno che si verifica quando un individuo sopravvaluta le sue capacità previsionali peccando di presunzione, dovuta ad un eccesso di ottimismo e dal fatto che vengono trascurate le dinamiche casuali che contraddistinguono i mercati finanziari. Ci sono casi in cui un investitore manifesta overconfidence ovvero quando pensa di ottenere performance migliori di quelle degli indici di mercato, oppure se ritiene che i trend di breve periodo siano funzionali anche nel lungo o nel caso di sottovalutazione delle informazioni, basandosi solo sulle poche nozioni superficiali che si hanno.

Dopo aver trattato gli errori tipici delle operazioni che avvengono prima del processo di investimento, è opportuno considerare anche quelli che si hanno durante le operazioni. Tra questi troviamo l’”overtrading”, ossia l’impulso di fare trading a tutti i costi, eccedendo in quanto ad operatività. Un esempio di questo fenomeno si ha quando si fanno molti trades senza alcun motivo e senza seguire alcun piano di trading. Successivamente si ha la ricerca di massimi e minimi per la chiusura dovuta al fatto che gli investitori sono sotto l’influenza di condizionamenti mentali che provocano avversione al rimpianto nel soggetto. Di conseguenza un individuo, sentendosi minacciato da un’eventuale perdita, può decidere di mantenere la propria

posizione per la paura di esporsi ad eventuali perdite oppure può decidere di non mantenere la sua posizione nel caso in cui si trovi in una situazione di guadagno, nella speranza di ottenere ancora più profitto di quello che sta ottenendo. Entrambe le posizioni adottate da questi agenti comportano delle decisioni che vanno contro gli obiettivi posti precedentemente ed è per questo motivo che da questo condizionamento nascono degli errori.

Per concludere è presente l'ultimo ramo di errori (errori dopo le operazioni del processo di investimento), il quale è formato da due azioni che spesso un investitore può commettere, ossia l'omissione delle operazioni successive o reiterare nelle operazioni in perdita. Con la prima tipologia abbiamo il cosiddetto "omission bias", fenomeno che si palesa quando un investitore decide di non cimentarsi in determinate operazioni successive alla chiusura dell'investimento per paura di eventi che in passato lo hanno turbato. Questo errore è un tipico condizionamento emotivo che è stato trattato in precedenza e che fu oggetto di analisi anche per Ritov e Baron nel 1990 nel loro saggio intitolato "Reluctance to vaccinate: Omission bias and Ambiguity". Con la seconda tipologia invece si affronta un'altra problematica scaturita in seguito ad un'operazione sbagliata per un investitore che si è ritrovato in una condizione di perdita. Da questa situazione possono sorgere due tipologie di errore ossia la paura di riattraversare emotivamente le sensazioni avute durante la perdita (con conseguente omission bias) oppure il voler continuare ad investire nel

titolo oggetto di perdita a causa della perdita di lucidità, azione che potrebbe provocare nell'individuo successive perdite.

Capitolo 3

3.1 Il processo di debiasing

Dopo aver trattato il passaggio dalla finanza classica a quella comportamentale e analizzato varie tipologie di bias comportamentali, una domanda sorge spontanea: esistono delle soluzioni per eliminare, controllare o ridurre al minimo l'effetto dei bias sui nostri processi di pensiero?

Lo scopo di quest'ultimo capitolo è proprio questo, ossia ricercare delle modalità per correggere i bias e quindi minimizzare la componente irrazionale che caratterizza ogni individuo. Ciò è possibile grazie al processo di debiasing, definibile come l'insieme di tutte quelle azioni che hanno come obiettivo quello di correggere eventuali azioni errate che si commettono quando si adottano determinate scelte di investimento.

Inoltre è opportuno segnalare che riconoscere eventuali bias non è sempre così immediato, come non lo è il cercare di risolverli. Bisogna quindi comprendere le cause degli errori commessi in modo da poter usufruire di un processo di debiasing più mirato e considerare anche che questo processo risulta essere, di norma, lungo e laborioso.

Esistono, naturalmente, varie tecniche di correzione di questi errori, le più comuni sono: educare l'individuo dal punto di vista finanziario, affidarsi a servizi di consulenza finanziaria e il corretto funzionamento delle istituzioni.

3.1 Le tecniche di correzione

3.1.1 L'educazione finanziaria

Una delle definizioni più appropriate per comprendere il concetto di educazione finanziaria ci viene fornita dall'OCSE (Organizzazione per la Coordinazione e lo Sviluppo Economico) che presenta quest'ultima come “quel processo mediante il quale i consumatori/investitori migliorano le proprie cognizioni riguardo a prodotti, concetti e rischi in campo finanziario e, grazie a informazioni, istruzione e/o consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nei propri mezzi necessarie ad acquisire maggiore consapevolezza delle opportunità e dei rischi finanziari, a fare scelte informate, a sapere dove rivolgersi per assistenza e a prendere altre iniziative efficaci per migliorare il loro benessere finanziario”.

Focalizzandoci, ad esempio, sulla situazione del nostro Paese, secondo una ricerca “sull'alfabetizzazione finanziaria nel mondo” (Financial Literacy around the World) curata da ricercatori della Banca Mondiale e della George Washington University insieme a Standard & Poor's Ratings Services “solo il 37% degli italiani intervistati sui concetti economici e finanziari di base ha raggiunto la sufficienza. Tale percentuale risulta inferiore alla media europea (55%) e al dato rilevato in tutte le altre economie avanzate (e in alcuni paesi emergenti)”. La mancata conoscenza di strumenti finanziari porta a prediligere prodotti a basso rischio visto che non si ha l'impulso di rischiare in un campo dove si è poco ferrati. Per risolvere i problemi

relativi alla scarsa educazione finanziaria, nel 2016 in Italia venne istituito il “Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria”, organo deputato a promuovere iniziative di sensibilizzazione in materia di finanza pubblica, amministrazione e previdenza sociale e composto da 12 esperti con il compito di educare i cittadini in materia.

Uno dei primi economisti a decidere di trattare il tema del processo di debiasing fu B.Fischhoff, il quale teorizzò delle tecniche di correzione applicabili per rendere gli individui consapevoli degli errori nei quali possono trovarsi nel corso di un processo decisionale (Fischhoff, Debiasing, p. 7, 1981). Queste seguono un percorso: al primo punto abbiamo il “warning” ossia l’avviso con cui si segnala al soggetto che sta compiendo un errore, successivamente abbiamo la definizione dell’errore in esame, in seguito il “feedback” che mi permette di capire quali potrebbero essere le conseguenze relative all’errore ed infine c’è il “training”, ossia un programma che mi permette di ripetere più volte il comportamento corretto in modo da renderlo automatico.

Molto spesso l’educazione finanziaria, per quanto utile, può risultare incompleta ai fini del processo di debiasing, di conseguenza è opportuno affiancarla ad un’altra tecnica, ovvero la consulenza finanziaria che verrà trattata nel paragrafo che segue.

3.1.2 La consulenza finanziaria

La consulenza finanziaria venne definita dagli economisti Kahnemann e Riepe (1998), come “quell’attività prescrittiva il cui fine principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse”. Dunque i compiti del consulente sono molteplici ossia essere al servizio del cliente-investitore in modo da aiutare quest’ultimo a prendere le decisioni più consone in materia, dare una visione generale degli errori che si possono commettere ed, eventualmente, correggerli nel caso in cui si manifestino.

La relazione che intercorre tra consulente e cliente comincia generalmente con l’incontro tra i due soggetti per individuare le aspettative e le esigenze di investimento e anche per definire la situazione finanziaria presente e futura. Successivamente si analizza la situazione economico/finanziaria del cliente e si fissano gli obiettivi da raggiungere. Una volta fatto ciò, verranno illustrate le opzioni adottabili, focalizzandosi sui vantaggi, costi e rischi di ognuna.

Come è stato affermato più volte all’interno di questo e dei capitoli precedenti, gli individui sono esseri irrazionali sottoposti a condizionamenti mentali che spesso provocano scelte errate di investimento. Ad esempio, un investitore che pecca di overconfidence, come abbiamo sottolineato in precedenza, ha la tendenza a sovrastimare le proprie informazioni. Nel caso in cui l’investitore si fosse affidato ad un servizio di consulenza finanziaria probabilmente non avrebbe commesso l’errore scaturito dall’irrazionalità che ci contraddistingue. Risulta comunque

opportuno sottolineare che anche i consulenti finanziari sono persone irrazionali come tutti e di conseguenza anche loro sono soggetti a possibili condizionamenti mentali. Tra gli errori più comuni commessi dai consulenti finanziari abbiamo l'overconfidence poiché quest'ultimo, conscio delle proprie competenze in materia, può esagerare con le previsioni e quindi può rischiare di sbagliare. In questi casi è fondamentale che il consulente capisca dove ha sbagliato e che si segni tali situazioni in modo da non ripeterle più. Un altro bias che può presentarsi riguarda l'ancoraggio visto che molto spesso si ha la tendenza a pensare che un andamento del mercato si ripeta più volte se in passato si è comportato in quel modo. Un modo per evitare di incappare in errori di questo tipo può essere quello di sforzarsi a non rimanere ancorato a valori passati. Infine un altro sbaglio che può commettere il consulente finanziario è quello di confondere il proprio portafoglio con quello del cliente. In ogni caso, indipendentemente dal tipo errore che egli commetta, è fondamentale concentrarsi sulle esigenze del soggetto che si sta servendo.

3.1.3 Il supporto delle istituzioni

Nel processo di debiasing, le istituzioni rivestono un ruolo fondamentale perché garantiscono trasparenza e diffusione di informazioni finanziarie.

Ci sono varie Autorità di vigilanza sui mercati regolamentati di strumenti finanziari come, ad esempio, la Consob, la Banca d'Italia, il Ministero dell'economia e delle finanze e, settorialmente, l'IVASS e la COVIP. Ad ognuno di questi organi

vengono affidati compiti specifici: la Banca d'Italia ha come obiettivo quello di contenere il rischio e garantire la stabilità patrimoniale degli intermediari finanziari, la Consob mira a assicurare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari, il Ministero dell'economia e delle finanze svolge le funzioni di indirizzo e di regia della politica economica e finanziaria complessiva dello Stato ed infine IVASS e COVIP si riferiscono rispettivamente al controllo della sfera assicurativa e dei fondi pensione.

Queste istituzioni sono fondamentali poiché grazie a loro si fornisce supporto alle tecniche di educazione e consulenza finanziaria, le quali vanno a formare l'intero processo di debiasing.

Conclusione

L'obiettivo di questo lavoro è stato principalmente quello di analizzare l'effetto che i bias comportamentali hanno sugli investimenti. Per ottenere ciò è risultato fondamentale analizzare il contesto storico del periodo, in particolare concentrandosi sul passaggio dalla finanza classica a quella comportamentale che venne opportunamente trattato nel primo capitolo.

Si passò infatti da una situazione in cui era diffusa la convinzione che gli individui fossero tutti razionali e i mercati fossero tutti efficienti, ad una in cui tutto questo venne messo in discussione. Come abbiamo visto precedentemente, gli anni di svolta furono gli anni Settanta, periodo in cui venne elaborata la Prospect Theory (D.Kahneman, A.Tversky, 1979), teoria basata sul fatto che le persone, davanti ad una decisione da prendere, molto spesso si comportano in modo irrazionale, poiché subentra la sfera emotiva legata all'individuo.

In un contesto caratterizzato da una "finanza open-minded" (Thaler, 1993) si notò che gli individui erano soggetti a dei bias di vario tipo (che possono essere cognitivi, emotivi o sociali). Questi, come è stato sottolineato nel secondo capitolo, possono definirsi dei condizionamenti che provocano nella mente delle persone delle distorsioni cognitive, le quali incidono particolarmente nelle decisioni da intraprendere, come ad esempio nel caso delle scelte di investimento. Proprio di questo ha trattato la seconda parte del secondo capitolo, in cui si è visto come gli

investitori molto spesso non collocano in modo ottimale il loro denaro nei mercati. E' stato notato però che questi errori non sono dovuti solamente ai condizionamenti emotivi, cognitivi e sociali che una persona subisce, ma possono scaturire anche da una scarsa conoscenza in materia degli investimenti o dal non volersi affidare a qualche consulente finanziario che sicuramente riuscirebbe a gestire meglio le risorse a disposizione da parte di un individuo. Proprio a riguardo, l'ultimo capitolo ha analizzato il fenomeno del debiasing, ossia quel processo atto a correggere i bias, proponendo una più ferrea educazione finanziaria e un maggior affidamento alla consulenza finanziaria, il tutto supportato dalle istituzioni che svolgono un ruolo fondamentale di raccordo. Dopo aver trattato tutto ciò si è arrivati alla conclusione che gli investitori non devono comportarsi come soggetti passivi, bensì devono sviluppare una partecipazione attiva in modo da evitare possibili errori, colmando tutte le possibili carenze in ambito finanziario.

Bibliografia

Allais M. (1953), «*Le comportement de l'homme rationel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'ecole americaine*», *Econometrica*. vol. 21, pp. 503–46.

Barber B. M., Odean T., (2011), *The behavior of individual investor*, University of California, September, p. 1-46.

Bond, R., & Smith, P. B. (1996). “*Culture and conformity: A meta- analysis of studies using Asch's (1952b, 1956) line judgment task*”. *Psychological Bulletin*, vol. 119, pp. 111-137.

De Bondt, W.F.M., Thaler, R. (1995). “*Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective.*” In *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*, pp. 385-410.

De Bondt, W.F.M., Forbes, W., (1999). “*Herding in analyst earnings forecasts: evidence from the United Kingdom*”. *European Financial Management*, vol. 5, pp. 143-163.

Ellsberg D. (1961), «*Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms*». *Quarterly Journal of Economics*, vol. 75, pp. 643–69.

Fabrizio L., Fuligno M., Mazzoli C. (2012). *I pilastri dell'investimento: metodologie di analisi dei mercati finanziari per operatori indipendenti*. Introduzione di Alessandro Bocci. McGraw-Hill edizione. Pp. 279-294.

- Fama, E., (1965). *Random walks in stock market prices*. Financial Analyst Journal, Vol 21, N 4, pp. 55-59.
- Fischhoff B., (1981). *Debiasing*, Office of Naval Research.
- Heath, C. and Tversky, A. (1991). *Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty*. Journal of Risk and Uncertainty, vol. 4, pp. 5-28.
- Kahneman D., Tversky A. (1979), *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, *Econometrica*, Vol. 47, N. 2, p. 263-292.
- Kahneman, D., Riepe, M.W., (1998). *Aspects of Investor Psychology*. The Journal of Portfolio Management Summer, vol. 24, pp. 52-65.
- Piras, L. (2005). *Dalla finanza classica a quella comportamentale*. Biblioteca di finanza diretta da Maurizio Fanni, pp 105-112.
- Prechter, R., (2001). *“Unconscious Herding Behavior as the Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns”*. The Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 2, pp.120-125.
- Reber, R., & Schwarz, N. (1999). *Effects of perceptual fluency on judgments of truth*. *Consciousness and Cognition*, vol 8, pp. 338-342.
- Ritov, I., Baron, J., (1990). *“Reluctance to vaccinate: Omission bias and ambiguity”*. Journal of Behavioral Decision Making, vol. 3, pp. 263-277.
- Shefrin, H. (1998). *Beyond Greed and Fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Harvard Business School Press, p. 50-55.

Shefrin, H. (2007). *Finanza Aziendale Comportamentale: decisioni per creare valore*. Edizione italiana a cura di Enrico Maria Cervellati. Apogeo edition, pp. 1-17.

Simon, Herbert A. (1957) *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*. New York: John Wiley and Sons.

Slovic, P. (1972). *Psychological study of human judgments: Implications for investment decision making*. *Journal of Finance*, Vol. 27, N. 4, p. 779-799.

Thaler, R., (1985). “*Mental Accounting and Costumer Choice*”. *Marketing Science*, vol. 4, N. 3, pp. 199-214.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*.

Von Neumann J., Morgenstern O. *Theory of Games and Economic Behavior*. terza ed., Princeton N.J., Princeton University Press (prima ed. 1944, seconda ed. 1947) 1953.

Welch, I., (2000), “*Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies*”. *Journal of Business*, vol. 73(4), pp. 501–537.

Wilke A., Mata R., (2012). *Cognitive Bias*. *The encyclopedia of Human Behaviour*, vol 1, pp.531-535. Academic Press.

[www. Consob.it](http://www.Consob.it)

[www. OCSE.it](http://www.OCSE.it)

