

1 Perché finanza comportamentale?

Quando si parla dell'andamento dei mercati finanziari o delle scelte di allocazione dei risparmi da parte degli investitori, oppure quando si valutano la previsione fatta da un analista finanziario o le proposte di investimento generate da un gestore professionale si sta narrando il comportamento di agenti economici. Se dunque la finanza, ma in generale l'economia, dipende dall'interazione tra soggetti economici, aggiungere al termine l'attributo comportamentale può sembrare quanto meno superfluo. Per esempio, nei lavori di Keynes è evidente l'attenzione alle preferenze e alle convinzioni degli individui. Ma già a partire dagli anni Quaranta del secolo scorso l'economia sembra dimenticare di questa relazione elementare e cominciano a diffondersi modelli teorici in cui la razionalità degli operatori diventa una delle ipotesi base di lavoro. Con il progredire della conoscenza e con l'eleganza della modellizzazione matematica, si deve ricorrere ad astrazioni via via più estreme e si perde di vista l'individuo che decide e agisce e che, in ultima istanza, muove i mercati. Se quindi, da un lato, la finanza che definiamo classica (ortodossa) o razionalista contribuisce in modo significativo a disciplinare la conoscenza e a creare un apparato normativo senza precedenti, dall'altro lato, perde di vista la realtà e non riesce a descrivere ciò che effettivamente accade nei mercati. Nella prima metà degli anni Settanta del secondo secolo scorso, quando l'approccio razionalista raggiunge il suo culmine e lo scollamento tra teoria e realtà tocca il suo massimo, il vero comportamento dell'individuo torna a interessare gli studiosi. Sono gli psicologi, Daniel Kahneman e Amos Tversky per primi, a suggerire

agli economisti la strada da intraprendere. In particolare, la psicologia cognitiva mette a disposizione dell'economia e della finanza numerosi strumenti grazie a cui delineare i confini dell'irrazionalità umana. Il comportamento dell'essere umano torna a essere al centro dell'attenzione e la finanza recupera il suo attributo fondamentale.

Sono trascorsi quasi cinquant'anni dai primi pionieristici lavori di Kahneman e Tversky e l'economia comportamentale si è arricchita dei contributi di altre discipline, in particolare dalle neuroscienze che hanno consentito di dare una importante accelerazione nella conoscenza dei meccanismi «biologici» che hanno luogo quando si prende una decisione o si esprime una preferenza. Oggi chi studia l'economia o più specificamente la finanza comportamentale non è più solo interessato a mappare gli errori degli agenti economici, ma pone grande attenzione e concentra gli sforzi su come intervenire sugli errori stessi. C'è un termine inglese intraducibile in italiano senza lunghi giri di parole – *debiasing* – che riassume parte di questi sforzi. Con questo termine ci si riferisce infatti alle varie tecniche che chi fa consulenza finanziaria, ma in fondo direttamente anche un investitore, può utilizzare per ridurre la probabilità di incorrere in ragionamenti fallaci e in conseguenti errori comportamentali. C'è un secondo termine inglese, che nuovamente non proviamo a tradurre – *boosting* – che descrive un diverso modo di interpretare i ragionamenti approssimati che le persone effettuano. Secondo questo approccio, la razionalità limitata degli agenti economici è un dato di fatto e quindi immaginare di eliminare i limiti cognitivi che ne derivano è inutile, pertanto il *boosting* consiste nell'individuare modalità di presentazione dei problemi e delle situazioni che utilizzino il «naturale» modo di pensare delle persone, portando queste ultime a decisioni più corrette. Per esempio, sfruttando questa idea, per aiutare i medici a comprendere concetti statistici necessari per la loro attività, si è osservato che presentare i problemi in termini di frequenze naturali (dieci donne su mille si ammalano di tumore al seno) piuttosto che in termini percentuali (la probabilità che una donna si ammali di cancro è dell'1 per cento) fosse molto più efficace perché più «logico» per i decisori coinvolti. Un ultimo termine in inglese anche questo intraducibile in lingua italiana – *nudging* – si riferisce a una diversa linea di azione, antagonista alle precedenti. Questa è la strada intrapresa ormai da molti

regolatori in giro per il mondo, i quali, anziché cercare di ridurre gli errori come accade nel debiasing, tendono a trasformarli in alleati e a «sfruttarli» per ingenerare comportamenti più virtuosi. Esiste, infine, un'ulteriore strada che viene percorsa prevalentemente dagli emittenti di strumenti finanziari, in particolare all'interno dell'industria del risparmio gestito. Gli emittenti mettono a disposizione degli investitori strumenti finanziari che, grazie alla loro particolare struttura finanziaria, riducono la probabilità che l'investitore commetta errori quando li sottoscrive. Nel libro si parlerà più volte di questi strumenti *behavioural-friendly*, ma val qui la pena anticipare qualche riflessione su perché possono essere particolarmente efficaci. Un investimento finanziario può essere paragonato a un farmaco. Entrambi «curano» un bisogno finanziario o collegato al benessere personale. Per legge, farmaci e strumenti finanziari devono fornire a chi li acquista adeguate indicazioni sulla posologia e sugli effetti collaterali. Se non sbagliamo la dose e siamo ben vigili e coscienti degli effetti collaterali, in entrambi i casi abbiamo buone possibilità di ottenere i risultati sperati. Purtroppo, per le tante ragioni che andremo a raccontare in questo libro, non siamo dei «pazienti» diligenti e finiamo per usare malamente il farmaco o lo strumento finanziario e non solo non raggiungiamo il risultato sperato, ma rischiamo di peggiorare il nostro benessere economico o personale. Qui non si discute quindi dell'efficacia del principio attivo e della bontà della classe di investimento, ma del modo in cui li si possa rendere fruibili a chi li consuma, limitando al massimo il margine di errore. Le risposte a problemi all'apparenza di difficile soluzione possono essere estremamente semplici, oppure possono far ricorso a tecniche altamente sofisticate. Per esempio, oggi sull'astuccio di molti farmaci è riportato il giorno della settimana e questo consente al paziente distratto di verificare se quel giorno si è assunta o meno la medicina; l'industria finanziaria ha invece inventato fondi comuni di investimento a volatilità controllata, la cui oscillazione è quindi di gran lunga meno accentuata di quella della classe di attività in cui investe, e che può rappresentare un ottimo strumento di investimento per quegli investitori ansiosi o curiosi che si trovano spesso a monitorare l'andamento dei propri investimenti e quindi subiscono la volatilità di breve termine, anche quando il loro orizzonte di investimento è ben più lungo.

Questo libro nasce dall'esperienza quasi trentennale di studio e di attività professionale (formazione e consulenza) svolta sul tema della finanza e più in generale dell'economia comportamentale. Una parte dei contenuti di questo libro è già presente in un capitolo della settima edizione del *Manuale del Private Banker*, a cura di Paola Musile Tanzi, pubblicato da Egea¹. Ancora più di quanto fatto nel manuale, in questo libro si cerca di mettere a frutto gli insegnamenti che vengono dalla teoria, ma soprattutto dai feedback che vengono dall'industria. Il confronto continuo con consulenti finanziari e in tempi più recenti con i regolatori ha permesso di capire quali idee potessero essere più efficaci di altre. Il lavoro svolto per trovare metodi di profilare o informare gli investitori che andassero al di là dell'approccio più standard ha poi consentito di provare empiricamente certe idee.

Nello scrivere questo libro, anche su suggerimento dell'editore, non ho pensato a un unico destinatario. Si tratta, infatti, di un lavoro che ha diverse chiavi di lettura. Una prima è quella che può dare un consulente finanziario, al quale sono dedicati vari passaggi in cui si cerca in fornire suggerimenti su come lavorare sui diversi errori dei clienti. Sempre ai consulenti è dedicato il Capitolo 8 di questo lavoro, in cui si propone un modello relazionale da utilizzare con clienti non pienamente razionali. Una seconda chiave di lettura è quella che può assumere direttamente un investitore che voglia evitare di «gettare soldi al vento», come titolava un divertente libro della prima generazione di testi sulla finanza comportamentale². Agli operatori finali è dedicato in particolare il Capitolo 5 in cui li si mette in guardia dagli errori più comuni quando si investe in fondi comuni di investimento. C'è infine una terza chiave di lettura, utile per chiunque voglia meglio inquadrare gli investitori, per esempio gli emittenti di strumenti di investimento. Questo è particolarmente importante, in una nuova era regolamentare in cui il legislatore pone particolare enfasi sui temi comportamentali e, per esempio, nella Markets in Financial Instruments Directive 2 (MiFID 2), introduce una norma cosiddetta di «Product Governance». Con questa norma si impone agli emittenti

¹ Musile Tanzi (2016).

² Belsky, Gilovich (2003).

di strumenti finanziari di giustificare il target di clientela a cui ci si rivolge con la specifica emissione. Nella mente del regolatore questo si riferisce senz'altro agli aspetti di rendimento/rischio, ma anche agli aspetti comportamentali qui trattati.

Nel libro, suddiviso in altri otto capitoli oltre a questa introduzione, si inizia con la trattazione di una premessa fondamentale a ogni ragionamento comportamentale, ovvero si affronta il tema della cultura finanziaria e dei metodi più efficaci per innalzarla (Capitolo 2). Infatti, molte presunte situazioni di irrazionalità non sono tali, ma dipendono dal set di informazioni in capo al decisore. I Capitoli 3 e 4 sono invece dedicati alla disanima più classica, quella presente in tutti i lavori che trattano i temi della finanza comportamentali, degli errori di tipo cognitivo e di quelli di tipo emotivo. In modo un poco artificiale, per cercare di semplificare la trattazione, nel Capitolo 3 si affronta il tema delle scorciatoie euristiche sul processo decisionale; mentre nel Capitolo 4 il tema è quello delle emozioni e del loro impatto sulle preferenze. Ovviamente, nella realtà euristiche ed emozioni concorrono per influenzare decisioni e preferenze. Il Capitolo 4 di questa nuova edizione contiene una parte molto più ampia e articolata sul tema del goal-based planning, volto a illustrare come allineare emozioni a bisogni finanziari. Il Capitolo 5 è dedicato agli errori che gli investitori fanno davanti ai fondi comuni di investimento. È quindi un capitolo che riprende alcune delle idee presentate nei capitoli precedenti e li declina in specifico su uno degli strumenti di investimento preferiti dagli investitori retail. Nel Capitolo 6 si cambia temporaneamente prospettiva. Il libro è infatti in larga parte concentrato sulle tematiche micro e analizza le inclinazioni di singoli decisori, ma ovviamente si può assumere anche una prospettiva macro, come in questo capitolo. Poiché il mercato è la somma del comportamento dei singoli che tipo di insegnamento ne posso trarre? Come posso leggere certe dinamiche? Partendo dall'idea di efficienza dei mercati, nel Capitolo 6 si fa una breve rassegna dei principali indicatori di sentiment e del solo significato anche operativo. Negli ultimi due capitoli si riprende la prospettiva micro e si concentra l'attenzione su due importanti interlocutori dell'investitore finale: il regolatore e il consulente finanziario. Il Capitolo 7, profondamente innovato in questa seconda edizione, affronta quindi la nuova tendenza in capo al

regolatore a occuparsi di persone vere. Particolare enfasi viene posta alla nuova declinazione del concetto di adeguatezza in MiFID 2, in cui l'individuo viene finalmente posto al centro; il capitolo dedica poi ampio spazio al dibattito che i policy maker stanno alimentando sulle diverse applicazioni della scienza comportamentale alle decisioni regolatorie e a quelle di public policy. Il Capitolo 8 è dedicato ai consulenti finanziari e al tipo di strategia relazionale che questi ultimi dovrebbero mettere in atto davanti a clienti non pienamente razionali. Infine, la nuova edizione del lavoro si conclude con un capitolo inedito, che ripercorre aspetti che ho trattato in un articolo per *Economia & Management*, e frutto dell'osservazione della grande applicazione che il Fintech sta facendo dell'approccio behavioural.

Il testo è corredato da un apparato digitale, nel quale il lettore troverà materiali di approfondimento, ulteriori esempi, test, link a risorse (soprattutto video) disponibili online. Per l'accesso a questi contenuti integrativi è sufficiente collegarsi a mybook.egeaonline.it, registrarsi e inserire (solo la prima volta) il seguente codice: 6193RtFX87.