



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale  
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

# La finanza comportamentale e il ruolo dell'overconfidence nel mercato finanziario

**Relatore**

Ch. Prof. Noemi Pace

**Laureando**

Claudia Verza

Matricola 829516

**Anno Accademico**

2013 / 2014

# INDICE

**INTRODUZIONE** **pag. 4**

## **CAPITOLO 1**

**Dalla teoria finanziaria tradizionale alla Prospect Theory.** **pag. 7**

1. La teoria tradizionale dei mercati finanziari	8
1.1 L'ipotesi dei mercati efficienti	9
1.2 La teoria dell'utilità attesa	12
1.3 Il superamento del modello tradizionale	14
1.4 La Prospect Theory	20
1.5 Evoluzione della teoria: la Cumulative Prospect Theory	28
1.6 La teoria motivazionista	29

## **CAPITOLO 2**

**La finanza comportamentale** **pag. 31**

2. La storia della finanza comportamentale	31
2.1 I principi teorici	33
2.1.1 Rappresentatività	34
2.1.2 Disponibilità	37
2.1.3 Ancoraggio	39
2.1.4 Overconfidence e Underconfidence	41
2.1.5 Ottimismo	45
2.1.6 Conservatorismo	46
2.1.7 Overreaction e Underreaction	48
2.1.8 Loss aversion	49
2.1.9 Avversione per l'ambiguità	50
2.1.10 Altre euristiche	52
2.1.11 Il debiasing	56
2.2 Applicazione dei principi teorici ai mercati finanziari	61
2.2.1 The Aggregate Stock Market	61

2.2.2 Gli investitori individuali e il disposition effect	66
2.2.3 Closed-end fund puzzle	72

### **CAPITOLO 3**

#### **Il fenomeno dell'overconfidence** **pag. 76**

3. Il concetto di overconfidence	76
3.1 Le fonti dell'overconfidence	77
3.2 L'overconfidence in campo economico e finanziario	83
3.2.1 Esperimenti e modelli formali	83
3.2.2 Modelli teorici	86
3.2.3 L'overconfidence nel mercato finanziario	92
3.3 Gli effetti sulle decisioni di investimento	95
3.4 Il debiasing nell'overconfidence	100
3.5 Gli effetti negativi e positivi dell'overconfidence	102

### **CAPITOLO 4**

#### **Caso empirico: gli elementi che determinano l'overconfidence in un individuo** **pag. 109**

4. La consulenza e la tollerabilità del rischio	109
4.1 Il questionario	116
4.2 I risultati evidenziati	117
4.3 Le correlazioni	124
4.4 I limiti riscontrati	126

#### **CONCLUSIONE** **pag. 129**

#### **APPENDICE A** **pag. 132**

#### **BIBLIOGRAFIA** **pag. 137**

## INDICI FIGURE E TABELLE

**Figura 1.1** Rappresentazione della funzione di ponderazione.

**Figura 1.2** Rappresentazione della funzione del valore.

**Figura 2.1** Riassunto dei principali comportamenti distorsivi.

**Figura 4.1** Frequenza di lettura di riviste e quotidiani finanziari ed economici per riuscire a prevedere meglio l'andamento nel mercato finanziario.

**Figura 4.2** Investimenti in titoli attuati dagli studenti e dai componenti della loro famiglia.

**Figura 4.3** Propensione al rischio manifestata dai soggetti.

**Figura 4.4** Grafico che illustra i comportamenti adottati dai diversi soggetti, nel prendere la decisione di investimento migliore.

Nell'asse delle x sono elencati i numeri delle diverse domande poste agli studenti e nell'asse delle y la percentuale corrispondente al totale delle risposte date.

**Figura 4.5** Preferenza manifestata da un soggetto relativa ad un investimento certo piuttosto che uno incerto.

**Figura 4.6** Livello di overconfidence manifestato dai soggetti.

## INTRODUZIONE

La Teoria Tradizionale, guida per riuscire a prendere delle decisioni coerenti nel mercato finanziario, si basava su due concetti fondamentali. Da un lato, si riscontrava l'efficienza dei mercati e dall'altro la perfetta razionalità degli individui, i quali hanno a disposizione le medesime informazioni e nello scegliere, riescono ad individuare l'alternativa migliore la quale porta alla massimizzazione dell'utilità.

Nel contesto attuale purtroppo però, i soggetti, adottano dei comportamenti che non possono essere definiti del tutto razionali, in quanto spinti da impulsi emotivi e istintivi che ne alterano il comportamento verso forme di irrazionalità. Ecco che, la Teoria Finanziaria Classica non riesce a dare spiegazione a tali fenomeni e si assiste alla nascita di una nuova dottrina, la Finanza Comportamentale. A partire dagli anni '70 infatti due psicologici Kahneman e Tversky, hanno riscontrato come, in un contesto caratterizzato da forte incertezza, gli individui non agiscono in maniera del tutto razionale ma si fanno influenzare dai sentimenti e dalle sensazioni che provano in quel determinato momento. Ecco che, la Teoria Classica inizia a vacillare a favore del nuovo ramo scoperto, la cosiddetta Finanza comportamentale.

Questo nuovo concetto cerca di andare ad analizzare il comportamento adottato dagli individui sul mercato, cercando di adottare un'ottica che pone particolare importanza alla descrizione dei fattori psicologici che incidono nei differenti processi decisionali. Quindi gli individui non si dimostrano più essere perfettamente razionali, ma si fanno influenzare da variabili quali l'esperienza passata, le informazioni che possiedono, i sentimenti che provano in quel particolare momento. Tale nuova teoria non cerca di sostituire quella classica, ma si affianca a questa, fornendo supporto e cercando di andare a colmare tutti gli aspetti che difficilmente riescono ad essere spiegati attraverso la Teoria Finanziaria Classica.

Con questo elaborato perciò si tenterà di analizzare tutti i punti deboli della Teoria Tradizionale e il passaggio alla nuova teoria finanziaria, cercando di andare ad analizzare e comprendere il comportamento degli individui che si trovano a dover compiere delle scelte di tipo economico finanziarie. I soggetti, che si trovano ad operare in situazioni di incertezza, spesso incontrano l'ostacolo di non riuscire a determinare con precisione quali eventi si possono manifestare e la relativa probabilità. Ecco allora

che tale compito è semplificato dalle euristiche, cioè delle regole che vengono utilizzate per risolvere in modo particolarmente semplice un problema che si dimostra essere invece complesso (Rumianti, 1990). Tali regole si rilevano essere particolarmente utili per i soggetti che sono chiamati a compiere una determinata scelta, e quindi possono spiegare cosa muove il loro comportamento e li indirizza verso un'opzione piuttosto che un'altra, in questo caso si parla di *bias*.

Nell'elaborato ci si soffermerà ad analizzare il fenomeno dell'*overconfidence*, questo comportamento distorsivo che, si traduce in una eccessiva fiducia da parte degli individui, nelle capacità, abilità e conoscenze che possiedono, portandoli a manifestare una iper-sicurezza che può risultare particolarmente rischiosa. Tale fenomeno, nettamente in contrasto con quanto affermato dalla Teoria Finanziaria Classica, è stato applicato inizialmente solo in ambito psicologico, si dovrà attendere il 1970 e soprattutto il 1990 per vedere i primi studi psicologici applicati ai modelli economici. Ecco allora che tale concetto non è più limitato esclusivamente alla psicologia ma si diffonde anche in altri campi economici e finanziari.

La tesi si compone di quattro capitoli. I primi due sono prettamente teorici, infatti nel primo capitolo si assiste al passaggio dalla Teoria Finanziaria Classica alla Finanza Comportamentale. Viene infatti brevemente descritta la Teoria Classica, presentando le ipotesi alla base di questa, successivamente si andranno ad elencare i motivi che hanno portato alla crisi di tale modello e alla nascita della *Prospect Theory*.

Il secondo capitolo è dedicato alla Finanza Comportamentale, dalla sua nascita, soffermandosi a spiegare in dettaglio le euristiche e i comportamenti distorsivi che si manifestano. Questo risulta essere particolarmente rilevante per riuscire ad analizzare in dettaglio in fenomeno dell'*overconfidence*.

Il terzo capitolo infatti sarà interamente dedicato allo studio di questo *bias*, dal suo sviluppo in ambito psicologico all'introduzione di questo anche in campo economico e finanziario, cercando di evidenziare l'impatto che manifesta nel mercato, e come influisce nelle scelte degli investitori quando devono prendere determinate decisioni di investimento.

Nell'ultimo capitolo viene presentato un caso empirico, cioè un questionario che viene somministrato ad un gruppo di studenti, dove attraverso la rielaborazione dei dati, si è potuto notare il livello di *overconfidence* manifestato dai soggetti stessi. Questo era

composto da quattro sezioni distinte che cercavano di indagare sui caratteri socio-demografici manifestati dai soggetti, sulle conoscenze ed esperienze finanziarie che possedevano, su quale fosse il loro obiettivo di investimento e la loro propensione al rischio ed infine sul comportamento che veniva adottato dagli investitori.

Attraverso tutta una serie di correlazioni si è potuto verificare quale fosse il livello di *overconfidence* manifestato dai soggetti, ed è stato interessante notare come le conoscenze finanziarie, le maggiori informazioni che avevano in possesso i soggetti spingesse la loro fiducia verso livelli più elevati. Così come l'evidenza di una serie di risultati positivi fa sì che la fiducia in loro stessi possa aumentare e questo può rilevarsi pericoloso in quanto sarebbero portati a sottovalutare i rischi.

## Capitolo 1

# **DALLA TEORIA FINANZIARIA TRADIZIONALE ALLA PROSPECT THEORY**

Sommario: 1. La teoria tradizionale dei mercati finanziari – 1.1 L'ipotesi dei mercati efficienti – 1.2 La teoria dell'utilità attesa – 1.3 Il superamento del modello tradizionale – 1.4 La Prospect Theory – 1.5 Evoluzione della teoria: la Cumulative Prospect Theory – 1.6 La teoria motivazionista

La Finanza Comportamentale può essere vista come una teoria descrittiva che cerca di attribuire significati ai comportamenti in ambito finanziario. Molte volte la Teoria Classica è presentata in contrapposizione alla Finanza Comportamentale, in realtà così non è, queste due teorie non sono in contrasto l'una con l'altra ma semplicemente la Finanza Comportamentale cerca di intervenire e chiarire i limiti descrittivi della prima.

Il punto di partenza, di questo elaborato, è rappresentato dalla crisi del modello tradizionale, poiché figura il momento in cui inizia ad essere percepita l'idea di Finanza Comportamentale a livello cronologico e concettuale. Quest'ultima nasce applicando i risultati della psicologia cognitiva al tema delle decisioni e delle scelte in ambito economico e finanziario, mostrando come fattori emotivi e istintivi guidino il comportamento delle persone, le quali non sono perfettamente razionali, smentendo così la Teoria dell'Utilità Attesa fondamento della Teoria Classica.

In questa tesi il punto centrale è lo studio del fenomeno dell'*overconfidence*, definita come l'eccessiva fiducia nelle proprie abilità e una sopravvalutazione di se' stessi. Questo errore cognitivo porta i manager a seguire il loro istinto e talvolta questo può significare non prendere decisioni ottimali per l'azienda in quanto si trovano ad ignorare i segnali che provengono dal mercato e le informazioni che possono essere in contrasto con il loro modo di pensare.

Per questo motivo inizialmente viene presentato brevemente e in via generale il modello tradizionale, soffermandosi ad analizzare le ipotesi alla base dei mercati efficienti e della teoria dell'utilità attesa, vedendo i principali limiti di queste e quindi la nascita di un nuovo approccio.

Questo capitolo cerca quindi di porre le basi teoriche per comprendere al meglio l'*overconfidence*, il quale rappresenta uno degli errori cognitivi studiati dalla Finanza Comportamentale.

## 1. LA TEORIA TRADIZIONALE DEI MERCATI FINANZIARI

Attorno al XVII secolo assistiamo alla nascita della scienza economica, successivamente a questa, si può far risalire la formulazione della Teoria Finanziaria Tradizionale, anche se i contributi più importanti si hanno a partire dalla seconda metà del XX secolo fino a raggiungere il punto di maggior successo in ambito accademico attorno agli anni '70, grazie ad economisti quali Harry Markowitz, James Tobin e Eugene F. Fama.

La Finanza Tradizionale usa dei modelli dove gli agenti sono dei soggetti del tutto razionali. Razionalità può significare due cose: in primo luogo quando gli agenti ricevono nuove informazioni devono aggiornare le loro credenze sulla base di queste (secondo quanto descritto dalla legge di Bayes), e in secondo luogo prevede che date le convinzioni gli agenti fanno scelte che sono normativamente accettate cioè sono coerenti con quanto contenuto nel *Subjective Expected Utility* (SEU) (Barberis, Thaler, 2002).

Uno dei modelli fondamentali dell'economia finanziaria è rappresentato dall'*Efficient Market Hypothesis* (EMH). I primi contributi teorici alla definizione dell'EMH risalgono al 1965 con Samuelson e nel 1966 con Mandelbrot, i quali affermavano che un mercato finanziario era efficiente se, in ogni momento, il prezzo di tutte le attività scambiate riflettevano pienamente le informazioni in quel momento disponibili sul mercato stesso. Nel 1970 appare sul *Journal of Finance* un articolo di E.F. Fama "*Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work*", dove Fama ha definito in maniera più dettagliata la teoria dei mercati efficienti. L'autore ha proposto tre concetti di efficienza ed è riuscito a dimostrare come la definizione di mercato efficiente non poteva essere respinta senza abbandonare il modello dell'equilibrio di mercato che prevede il meccanismo di aggiustamento tramite i prezzi (problema noto come ipotesi congiunte).

Alla base di tale Teoria Tradizionale troviamo quindi l'*Efficient Market Hypothesis*.

Recentemente però tale ipotesi, è stata oggetto di molte critiche da parte del mondo accademico e in particolare dagli economisti comportamentali i quali sostengono che, molto frequentemente, nel mercato ci sono forti deviazioni dall'efficienza che possono persistere anche per lunghi periodi di tempo.

Questo studio rappresenta quindi il punto di partenza per la successiva comprensione della Finanza Comportamentale.

## 1.1 L'IPOTESI DEI MERCATI EFFICIENTI

La Teoria del Mercato Efficiente parte dal presupposto che, tutti i soggetti sono razionali, non ci sono delle frizioni e il prezzo del titolo è uguale al suo valore fondamentale, cioè la somma, del valore netto corrente di tutti i *cash flows* futuri scontati, dove nell'elaborare le loro aspettative gli investitori esaminano correttamente tutte le informazioni, a loro disposizione, e dove il tasso di sconto è coerente con una specifica preferenza (Barberis, Thaler, 2002).

In questa situazione notiamo che, i prezzi dei titoli, riflettono le informazioni disponibili in quel momento nel mercato. Tutti gli operatori hanno quindi a disposizione le medesime informazioni e nessuno sarebbe in grado di "battere" il mercato cercando di realizzare rendimenti medi attesi superiori rispetto a quelli di equilibrio.

Secondo l'EMH quando nel mercato, è presente una nuova informazione che modifica il valore fondamentale del titolo, l'agente reagisce con un aumento del prezzo quando la notizia è buona, o in una sua diminuzione quando questa è cattiva. Se ad esempio, un'azienda, si aspetta dei profitti elevati nei mesi successivi, e conseguentemente dividendi attesi più alti, questa è percepita come una *good news* e quindi l'investitore, qualora si trovi nella parte del venditore, vorrà aumentare il prezzo al quale è disposto ad offrire il proprio titolo; contrariamente pagherà un prezzo più alto pur di acquistare quel titolo qualora si trovasse nella posizione dell'acquirente.

Il prezzo, si nota che rimane quasi del tutto invariato quando, la variazione nell'andamento del titolo è dovuta non alla ricezione di una nuova informazione sul mercato, ma semplicemente per delle previsioni future che non è detto che si realizzino. Si nota perciò come i prezzi incorporano immediatamente tutte le notizie e le informazioni, aggiustandosi al nuovo Valore Attuale Netto dei *cash flows* futuri attesi.

Shleifer Andrei (2000) sostiene che i tre assunti su cui si basa la Teoria dei Mercati Efficienti sono:

- gli investitori sono del tutto razionali e quindi valutano i titoli di mercato secondo il loro “valore fondamentale”. Essi esaminano in maniera più razionale possibile le scelte di investimento e di allocazione dei titoli che possiedono in portafoglio;
- il secondo assioma afferma che la condizione di efficienza può essere raggiunta anche quando ci sono degli agenti che non sono completamente razionali. Quando questi soggetti sono numerosi e le loro strategie non sono correlate, finirebbero per seguire un percorso casuale (anche detto *random walk*), aumentando la probabilità che tali scelte si annullino a vicenda, non procurando nessuna variazione sui prezzi;
- l’ultimo assioma viene identificato quando il comportamento degli investitori non segue un andamento casuale ma un’unica direzione, quindi si nota come le diverse strategie sono effettivamente correlate. L’efficienza in questo caso viene garantita dagli arbitraggisti che sono soggetti che con il loro comportamento cercano di trarre un profitto da situazioni di assoluta incoerenza nel sistema dei prezzi. L’arbitraggista, di solito, compra un determinato bene nel mercato dove il prezzo è più basso e lo rivende dove è più alto, cercando di lucrare nella differenza tra questi due. L’attività di questo soggetto serve per tentar di eliminare tali situazioni di “difetto” del mercato, cercando di riequilibrare i prezzi e riportarli a livelli coerenti con i loro valori fondamentali (Shleifer, 2000).

Come accennato in precedenza nel 1970 Fama in un articolo pubblicato sul Journal of Finance ha definito in maniera più dettagliata l’EMH, individuando le condizioni essenziali perché un mercato possa essere definito efficiente:

- prima tra tutti è l’esistenza di investitori del tutto razionali che cercano di massimizzare il loro profitto;
- le informazioni sono disponibili a tutti i soggetti economici a costo zero nei diversi istanti temporali;
- non ci sono costi di transizione delle informazioni e neanche di imposizione fiscale;
- tutti gli investitori hanno aspettative omogenee, concordano sull’effetto che una determinata informazione dovrebbe produrre sul prezzo presente e futuro del titolo.

Fama nel suo articolo del 1970 fa riferimento anche a tre insiemi di informazioni che corrispondono a tre diverse forme di efficienza, debole, semi-forte e infine forte.

Il mercato si dice che è efficiente in forma debole quando, i prezzi riflettono pienamente tutte le informazioni sull'andamento passato degli stessi. In questo caso non è possibile cercare di ottenere dei profitti andando ad analizzare i rendimenti passati e di conseguenza i prezzi seguiranno un andamento del tutto casuale. È impensabile cercare di ottenere dei rendimenti superiori a quelli medi di mercato utilizzando semplicemente la serie storica dei prezzi per riuscire a prevedere quali saranno i comportamenti e l'andamento futuro del titolo.

Il secondo caso è il mercato efficiente in forma semi-forte, in cui i prezzi incorporano informazioni passate quindi tutte le news contenute nelle serie storiche, ma anche tutte quelle informazioni che sono disponibili al pubblico, come ad esempio, gli annunci di distribuzione dei dividendi, le previsioni degli utili, l'annuncio di operazioni di fusione o di cambiamenti nei principi contabili utilizzati. Perciò, al giungere di queste nuove notizie, i prezzi dei titoli reagiranno immediatamente aggiustandosi e nessun agente economico potrà beneficiare dell'extraprofitto.

Infine c'è l'efficienza del mercato in forma forte, questo specifico caso si verifica quando, i prezzi riflettono tutte le informazioni passate, quelle pubblicamente disponibili, ma anche quelle più difficili da recuperare cioè tutta l'informazione privata/privilegiata. Neanche in questo particolare caso però, si è in grado di realizzare degli extraprofitti. Risulta essere molto difficile riuscire a provare l'esistenza dell'efficienza forte, infatti già quando l'informazione si diffonde tra gli *insider* e prima che questa diventi pubblica, i prezzi dovrebbero reagire. Se questa cosa accade allora neanche gli *insiders* riuscirebbero ad ottenere degli extra-rendimenti. Comunque anche se l'*insider trading* si manifestasse questo non potrebbe perdurare a lungo, perché il loro comportamento sarebbe presto imitato dagli altri soggetti economici, riuscendo in questo modo a far convergere i prezzi verso il loro valore di equilibrio. Anche i costi di transazione sono molto importanti perché spesso fanno in modo che l'ipotesi di efficienza forte dei mercati resti valida. Mentre non c'è alcun dubbio sulla validità dell'efficienza dei mercati in senso debole e semi-forte, qualche dubbio potrebbe nascere per quanto riguarda l'efficienza in senso forte (Fama, 1970).

Se si pone l'attenzione sulle tre forme di efficienza dei mercati si nota come nell'efficienza in forma debole, gli investitori professionali che riescono a leggere le informazioni pubbliche hanno maggiori possibilità di realizzare extra-rendimenti,

mentre coloro che possiedono solamente informazioni passate non possono fare questo. Se l'efficienza è semi-forte allora solo coloro in possesso di informazione privilegiata potranno realizzare maggiori rendimenti, infine in un mercato efficiente in forma forte nessun extraprofitto può essere realizzato.

Si nota quindi che, l'efficienza in forma forte, implica quella in forma semi-forte e di conseguenza quella debole, e che quella semi-forte implica quella debole.

Inoltre in un mercato efficiente in senso forte è difficile che i prezzi dei titoli siano in ogni singolo istante corretti. Per questo motivo bisogna trattare l'efficienza forte in modo più elastico, infatti è vero che il valore dei titoli deve riflettere immediatamente e in modo corretto tutte le informazioni, ma bisogna sempre tenere in considerazione un sufficiente intervallo temporale necessario per garantire l'aggiustamento dei prezzi.

Perciò se in un determinato mercato non si è in grado di realizzare extra-profitti allora tale mercato è efficiente. Questo in linea generale è il criterio principale, utilizzato per verificare se un mercato è efficiente o meno.

Alla fine degli anni Settanta l'ipotesi dei mercati efficienti si dimostrava essere molto solida dal punto di vista teorico ed empirico.

## 1.2 LA TEORIA DELL'UTILITÀ ATTESA

La Teoria dell'Utilità Attesa è l'altro pilastro su cui si fonda la Finanza Tradizionale. Tale teoria è stata elaborata nel 1947 da Von Neumann e Morgenstern, ed è stata applicata per trent'anni come uno dei principali modelli del comportamento economico, fino a quando non è nata la *Prospect Theory*, proposta da Tversky e Kahneman negli anni Settanta, cioè una nuova formulazione più coerente con la realtà economica.

Questa teoria, secondo i due studiosi, ha come punto cardine che gli individui sono del tutto razionali, e agiscono seguendo dei modelli predeterminati, dove alla base vi è l'assunto che i soggetti preferiscono avere un ritorno economico maggiore rispetto ad uno minore, e quindi l'utilità marginale della ricchezza è sempre positiva (ipotesi di non sazietà).

La Teoria dell'Utilità Attesa presenta tre caratteristiche fondamentali, è innanzitutto basata su dei modelli di tipo matematici, è di tipo normativo, e infine assume che alla base del comportamento degli individui ci sia una piena razionalità.

Più nello specifico tale teoria cerca di descrivere le preferenze manifestatesi dagli individui in condizioni di rischio, ovvero un determinato soggetto conosce quali eventi possono manifestarsi e questo si trova a dover prendere una decisione senza però conoscere ex-ante quale sia il risultato futuro, quindi cercherà di attribuire ad ogni evento una determinata probabilità di manifestazione.

I soggetti economici, posti davanti ad una scelta, preferiranno orientarsi verso la combinazione economica alla quale è associata l'utilità più elevata, cioè quell'evento al quale è associato una maggior probabilità di ottenere guadagni e una minor probabilità di perdita.

La funzione di utilità può essere usata per associare a ciascuna scelta una determinata misura di utilità, tale formulazione ha due proprietà:

1. la funzione rispetta l'ordine di preferenze;
2. può essere usata per ordinare alternative rischiose ed è espressa in funzione dei risultati possibili e delle relative probabilità di questi di manifestarsi.

Infine tale funzione può assumere forme diverse, ovvero è di tipo concavo quando descrive le preferenze di un soggetto avverso al rischio, convessa contrariamente quando ci si trova di fronte ad un soggetto propenso al rischio, ed infine lineare quando descrive le preferenze di un soggetto neutrale al rischio (Legrenzi, 2006).

All'interno della teoria è stato introdotto il concetto di premio per il rischio, inteso come il prezzo massimo che il soggetto è disposto a pagare per eliminare l'incertezza contenuta all'interno della scelta ed ottenere in questo modo il guadagno atteso.

La Teoria Classica dell'Utilità sviluppata da Von Neumann e Morgenstern si basa su cinque assiomi, grazie ai quali la logica dietro al comportamento decisionale risulta essere molto più semplice (Copeland, Weston, 1994).

I cinque assiomi sono:

1. Comparabilità: un individuo è sempre in grado di paragonare, stabilendo un ordine di preferenza, diversi risultati incerti e che tendono ad escludersi vicendevolmente.
2. Transitività: se si preferisce  $x$  a  $y$  e  $y$  a  $z$ , allora si preferisce  $x$  a  $z$ . Se invece un soggetto è indifferente tra  $x$  e  $y$  e tra  $y$  e  $z$ , allora è indifferente anche tra  $x$  e  $z$ .
3. Indipendenza forte: quando si confrontano giochi diversi si deve concentrare l'attenzione unicamente sui risultati che non sono comuni.

4. Misurabilità: se  $x$  è preferito a  $y$  il quale a sua volta è preferito a  $z$  allora può esistere una probabilità  $\alpha$  per la quale, il gioco formato dagli esiti  $x$  e  $z$  è equivalente a  $y$ . Questo assioma perciò stabilisce che per ogni gioco esiste un unico risultato equivalente certo che è compreso tra i risultati estremi del gioco.
5. Ordinabilità: afferma che due giochi, che presentano dei risultati analoghi, sono equivalenti se presentano le stesse probabilità, altrimenti si deve preferire quello con la maggior probabilità di ottenere il risultato preferito.

Questi sono i cinque assiomi principali su cui si basa la Teoria dell'Utilità Attesa, tuttavia studi successivi hanno evidenziato come i decisori reali talvolta agiscono in modo da violare gli assiomi appena visti.

Uno dei punti di forza di questa teoria è rappresentato dal fatto che, la decisione è vista come un'elaborazione algebrica di tutta una serie di informazioni che si presuppone possieda il soggetto.

Tale modello è stato applicato per moltissimo tempo ed era alla base della Teoria Finanziaria Tradizionale. Studi successivi hanno però evidenziato come questa, trascura in maniera considerevole alcune variabili ricomprese nel processo decisionale, come ad esempio la complessità del compito, le variabili personali ed emotive che influenzano la scelta delle alternative, e i limiti delle risorse cognitive dell'individuo.

### 1.3 IL SUPERAMENTO DEL MODELLO TRADIZIONALE

La Teoria dei Mercati Efficienti e quella dell'Utilità Attesa sono state le basi della Finanza Tradizionale, fondata sul comportamento perfettamente razionale degli individui. Questi aspetti anche se molto studiati e discussi hanno permesso alla teoria finanziaria di dominare per molti anni e di risolvere diverse problematiche complesse.

A partire dagli anni Settanta però questi modelli normativi iniziarono ad entrare in crisi, primo fra tutti fu Herbert Simon, premio Nobel nel 1978, che disse che la teoria economica andava riformata. Simon è stato il primo che è riuscito ad individuare il collegamento che esisteva tra la Teoria Economica Tradizionale e la teoria descrittiva.

I soggetti non sono razionali, questi non raggiungeranno mai un determinato risultato avendo a disposizione tutte le informazioni e tutte le conoscenze necessarie, quindi loro non massimizzeranno mai la propria utilità attesa, è questo che Herbert Simon afferma

nella sua teoria della razionalità limitata (*bounded rationality*) (Simon, 1991).

Questo nuovo approccio, non è più di tipo normativo ma descrittivo, cioè l'obiettivo è quello di cercare di vedere come i soggetti si comportano effettivamente. Vuol dire che si individua un decisore che cerca di operare con la massima razionalità, questo individua le diverse alternative, le confronta, le studia finché non riesce a sceglierne una che soddisfi le proprie esigenze.

Ciò che si nota è come, l'intero processo di scelta, non sia perfettamente razionale in quanto si individuano dei limiti, quali ad esempio la complessità dei problemi studiati, le informazioni che si posseggono e che spesso si rilevano essere incomplete o insufficienti, le carenze da parte dell'individuo nel riuscire ad elaborare tutte le informazioni, il poco tempo a disposizione dei decisori, ed infine ci possono essere delle opinioni e delle preferenze contrastanti da parte dei soggetti riguardo ai diversi obiettivi che si vogliono raggiungere.

Quindi secondo lo studioso, gli individui cercano di adottare un comportamento che sia il più razionale possibile ma questo non avviene a causa dei limiti citati prima.

Il comportamento perfettamente razionale è impedito da vincoli di:

- conoscenza: i soggetti hanno a disposizione solamente alcune informazioni e non tutte quante, e spesso tali notizie sono tra di loro contraddittorie o ambigue;
- capacità del decisore di elaborare le informazioni in loro possesso;
- obiettivo: cioè qual è la funzione obiettivo del decisore;
- memoria: cioè la capacità da parte dei soggetti di memorizzare e successivamente richiamare i dati, e questi però molto spesso sono soggettivi, parziali o incompleti.

Secondo Simon i decisori non possono avere un comportamento perfettamente razionale, perché vengono influenzati dal contesto in cui essi si trovano, dalle emozioni che guidano in quel preciso istante la loro scelta e infine dal modo stesso in cui le alternative sono presentate al soggetto. Inoltre ha notato come, i soggetti posti davanti ad una scelta, non optano per quella migliore, ma per quella più soddisfacente, cioè quella che risponde a dei requisiti minimi (Simon, 1991).

I soggetti decidendo, non prendono in considerazione tutte le informazioni presenti nel mercato perché queste sono troppe, e cercano perciò di concentrarsi solamente su alcune, così da ridurre la complessità dell'ambiente e riuscire comunque ad arrivare ad un risultato soddisfacente.

Così facendo però si prenderanno in considerazione solamente alcune alternative, effettuando analisi parziali e ricadendo nell'errore di adottare delle regole che sono già state applicate in passato e condizionate da scelte che sono già state compiute, quindi si corre il rischio di ricadere nella *routine*.

Altra prova dell'irrazionalità degli individui è stata evidenziata da Fisher Black nel 1986, il quale conferma l'esistenza dei *noise trader* cioè soggetti economici del tutto irrazionali che adottano un comportamento differente dall'analisi e dallo studio razionale delle alternative e delle informazioni che hanno a loro disposizione. In questo caso tali investitori si affidano alla psicologia e alla sociologia.

Secondo Kahneman e Riepe (1998) è facile riuscire ad individuare tutta una serie di circostanze dove i soggetti non adottano un processo di scelta di tipo razionale. Tali circostanze possono essere suddivise in tre categorie e cioè l'attitudine al rischio, una formazione delle aspettative ben diversa dal paradigma bayesiano e la sensibilità delle decisioni alla struttura del problema.

Si nota come tutti questi elementi contrastino con un comportamento perfettamente razionale degli individui, ed è per questo motivo che la psicologia rappresenta per la Teoria dei Mercati Efficienti un serio problema (Shleifer, 2000).

Terzo ed ultimo concetto che può suscitare qualche dubbio è quello di arbitraggista senza rischio, infatti nella descrizione fatta da Eugene Fama nel 1965 è difficile immaginare un'operazione di arbitraggio senza pensare ai rischi che si possono verificare. Può accadere, ad esempio, che un titolo non abbia un perfetto sostituto, in un altro mercato, rompendo così l'equilibrio dei prezzi di titoli, e il valore reale sarebbe lontano da quello fondamentale, e conseguentemente il mercato sarebbe inefficiente.

Fino a questo momento si sono analizzate le principali critiche dal punto di vista teorico all'ipotesi dei mercati efficienti, c'è però da dire che, dal punto di visto temporale, le critiche empiriche hanno di gran lunga preceduto quelle appena descritte.

Thomas Samuel Khunnel, in un suo famoso saggio del 1962, *The stucture of scientific revolutions*, spiega come nel corso del tempo, a causa delle nuove conoscenze, i processi tendono ad evolversi perciò nulla rimane immutato.

Questo è esattamente ciò che è accaduto alla finanza, ha seguito dei percorsi evolutivi. All'inizio tutto era improntato sul modello neoclassico poi, attraverso l'osservazione dei comportamenti reali dei soggetti, si è evidenziato come le cose fossero ben diverse e le

teorie alla base della Finanza Tradizionale fossero totalmente violate.

Nel 1978 Michael Jensen ha affermato che “non c’è altra proposizione in economia che abbia un’evidenza empirica più solida dell’ipotesi dei mercati efficienti”, cosa assolutamente non vera visto che pochi anni dopo tale modello tradizionale è entrato in crisi in quanto le due teorie alla base di questo sono state smentite. Tali anomalie diedero perciò origine a nuove importanti ricerche e con il tempo al nascere della Finanza Comportamentale.

La liste delle critiche alla Finanza Tradizionale furono molto numerose, in questa sede si elencheranno solamente le più rappresentative.

Tra i primi ad individuare un comportamento anomalo degli andamenti nel mercato, in particolari momenti dell’anno, furono nel 1976 Rozeff e Kinney, i quali riuscirono ad evidenziare un rendimento molto più elevato nel mese di gennaio rispetto agli altri mesi dell’anno. Condussero un esperimento analizzando le azioni del *New York Stock Exchange* (NYSE) nel settantennio che va dal 1904 al 1974 e notarono, come durante il mese di gennaio, il rendimento medio era pari al 3.48%, questo si dimostrava essere dello 0.42% più elevato rispetto agli altri mesi dell’anno.

Tale effetto è evidenziato anche negli anni successivi e nei mercati azionari di diversi paesi ed è chiamato come “effetto gennaio”. Studi recenti da parte di Bhabra, Dhillon e Ramirez (1999) hanno rilevato anche una sorta di “effetto novembre”, però è stato osservato solamente dopo l’introduzione della *Tax Reform Act* del 1986. Gli autori hanno notato che, a partire da quell’anno, l’effetto gennaio si è intensificato particolarmente e questo può essere interpretato come una “vendita da perdita per tasse”.

Secondo Roll (1983) una possibile spiegazione dell’effetto gennaio potrebbe essere quella che gli investitori, prima della fine dell’anno, potrebbero essere interessati a vendere i titoli in modo tale da ridurre le perdite di capitale dal loro imponibile fiscale riducendo così le tasse, e procedere successivamente al loro riacquisto, ad un prezzo più alto portando ad un innalzamento del livello dei rendimenti.

Questa spiegazione è molto ben accettata, ma non riesce a chiarire come mai l’effetto gennaio si manifesti anche nei Paesi in cui la normativa fiscale consente la deducibilità delle perdite, anche se solo potenziali, e quindi non servirebbe vendere i titoli per beneficiare delle detrazioni fiscali (Franzosini, 2010).

Già dal 1694 si estendeva l'*Halloween indicator*, questo può essere visto come un forte evento stagionale. Afferma che i rendimenti nel periodo novembre-aprile, dovrebbero essere più elevati rispetto ai periodi maggio-ottobre. Questa ipotesi è resa ancora più solida dall'esperimento condotto nel 2000 da Bourman e Jacobsen dove tale effetto è evidente su 36 dei 37 mercati azionari studiati. A conclusione di tale ricerca si evidenzia come nel continente europeo i rendimenti calino in coincidenza con il periodo estivo.

Altra anomalia di calendario riscontrata è il cosiddetto "*effetto weekend*". È possibile riuscire ad andare ad indagare, su quale sia il comportamento dei prezzi durante i giorni festivi, andando ad analizzare le variazioni giornaliere che si riscontrano durante l'intera settimana. In particolare nel 1970 gli studiosi Granger e Morgenster hanno trovato come la velocità dei processi, generatori dell'andamento dei prezzi, sia molto più bassa quando il mercato è chiuso.

Tale teoria è sostenuta da altre successive come quella di French (1980) che, durante il periodo dal 1953 al 1977 ha studiato i rendimenti delle azioni e ha notato come questi tendessero ad essere positivi durante tutta la settimana e negativi solamente al lunedì. Di tale effetto non è responsabile la chiusura dei mercati ma proprio "*l'effetto weekend*". Difatti Barone nel 1990 afferma che, la variazione manifestata sul prezzo al lunedì non si riferisce unicamente a quel singolo giorno, ma bisogna prendere in considerazione anche i due giorni precedenti, quindi in totale si riferisce al rendimento di un investimento di 3 giorni. Tale rendimento, dovrebbe essere il triplo di quello realizzato in media negli altri giorni, cosa che invece nei mercati a termine non accade.

Studi recenti hanno evidenziato come questo "*effetto weekend*" negli ultimi anni non sia più così marcato, infatti nel 1997 Kamara ha mostrato che lo S&P 500 dopo l'aprile del 1982 non ha manifestato un effetto lunedì, così come in Gran Bretagna tale effetto sia sparito già negli anni Novanta secondo lo studio di Steeley (2001).

Tra le anomalie più marcate si deve citare quella "*cambio del mese*", con tale termine si indica l'ultimo giorno del mese e i tre giorni successivi del mese dopo. Nel 1988 Lakonishok e Smidt hanno notato un aumento della redditività delle azioni nel cambio del mese. Ariel (1987) contrariamente ha visto, prendendo in considerazione l'ultimo giorno del mese, un'elevata variabilità dei prezzi.

Barone (1987) ha studiato tale anomalia sul mercato italiano prendendo a riferimento il periodo che va dal 1981 al 1986. Lo studioso evidenzia come, il mercato azionario

italiano, esibisce un andamento molto differenziato rispetto agli altri. Si nota che i prezzi delle azioni tendono a diminuire nella prima parte del mese solare e contrariamente salgono nella seconda parte, proprio in coincidenza con il chiudersi e l'aprirsi di due cicli borsistici, ed appare evidente come alla fine del mese le quotazioni aumentino. Si è tentato di dare delle spiegazioni a questo particolare fenomeno, e si è giunti alla conclusione che, da un lato il pagamento dei salari ai lavoratori (che spesso avviene a fine mese) può influenzare la domanda dei titoli, e dall'altro lato gli investitori istituzionali cercano di concentrare tutti gli acquisti alla fine del mese, con l'avvicinarsi delle rilevazioni della stampa specializzata.

Ultima grande anomalia da calendario è legata alla variazione dei prezzi nei giorni che precedono quelli festivi. Nel 1988 uno studio condotto da Jacobs e Levy ha evidenziato come nel periodo 1963-1982 le azioni sono cresciute di circa il 35% negli otto giorni prefestivi di ciascun anno. Questo fu molto importante perché permise di notare non solo la maggior aleatorietà dei prezzi ma anche di come ci sia una maggior tendenza al rialzo nei giorni prefestivi. Lo stesso Barone nel 1990 ha evidenziato, per l'indice del MIB come le variazioni nelle azioni nei giorni prefestivi sono positive nel 60% dei casi, contro il 49% negli altri giorni.

Queste analizzate sono dette anomalie di calendario, ma esistono molte imperfezioni del mercato che sono legate ad altri aspetti diversi.

Un esempio potrebbe essere lo studio condotto da David Hirshleifer e Tyler Shumway dal titolo "*Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather*" dove analizzarono il periodo dal 1982 al 1997 ed individuarono la relazione che esistevano tra le condizioni atmosferiche e il segno degli scambi. In questo lavoro sembra che il mercato abbia un umore, si cerca infatti d'andare ad analizzare le componenti emotive e il comportamento irrazionale degli investitori. Anche per quanto riguarda le condizioni climatiche, la Borsa presta molta attenzione a fare delle valutazioni corrette, infatti vi è l'interesse economico di tutti quei soggetti che hanno acquistato strumenti derivati scritti su merci la cui deperibilità è condizionata dai cambiamenti climatici, quindi il mercato in questi casi non si deve mostrare inefficiente.

Gli studiosi Harris, Gurel e Shleifer (1986) hanno invece documentato l'effetto S&P 500. Questa teoria ha contribuito maggiormente ad occultare la Teoria Finanza Tradizionale, infatti gli autori attraverso ricerche, hanno evidenziato un aumento del 3%

legato all'annuncio dell'inclusione di un determinato titolo all'interno dell'indice S&P 500, e questo è fortemente contrario a quanto affermato nell'EMH. L'annuncio infatti di una quotazione all'interno dell'indice è sì un'informazione, ma non presenta alcun elemento di novità e quindi non dovrebbe portare ad alcuna variazione. Questa rappresenta un'eccezione alla teoria dell'efficienza riguardante l'incorporazione delle informazioni nei prezzi.

Ultima imperfezione che viene analizzata è il cosiddetto *small firm effect*, studiato da Reinganum per la prima volta nel 1981, il quale afferma che, quando si ha a che fare con delle società a bassa capitalizzazione il loro rendimento corretto per il rischio normalmente dovrebbe essere superiore al 20%. Tale risultato è stato messo in luce anche da Banz (1981), facendo riferimento al periodo 1936-1975 dove ha notato questo maggior rendimento delle società di piccola dimensione.

Tutte queste anomalie costituiscono un attacco alle due ipotesi che sono alla base della Finanza Tradizionale, andando a constatare che si manifestano degli eventi che sono del tutto incoerenti con queste due. È evidente come, negli ultimi decenni, la fiducia in questa è stata fortemente messa in discussione, lasciando spazio a nuove teorie.

#### 1.4 LA PROSPECT THEORY

A partire dagli anni '50 sono stati numerosi gli studi, sia a livello teorico che pratico, che hanno cercato di spostare l'attenzione dalle teorie tradizionali, fortemente incentrate sul tema della razionalità, a teorie più realistiche che cercano di indagare sui fattori che guidano ed orientano il comportamento.

Con Finanza Comportamentale s'intende una teoria descrittiva che cerca d'andare ad analizzare i comportamenti degli agenti in ambito finanziario, esaminando i fattori psicologici che intervengono nei diversi processi decisionali (Rigoni, 2006).

È evidente come questa disciplina si sia progressivamente allontanata dalla Teoria Economica Tradizionale, cercando di interpretare i comportamenti irrazionali degli investitori.

Si nota come la Finanza Comportamentale non sia frutto di un singola teoria, ma sia vista come un approccio interdisciplinare nella quale è facile ritrovare elementi di

economia, di psicologia, di finanza e di sociologia, che influenzano le scelte dei soggetti in condizioni di incertezza.

Nel corso degli anni, diversi studi hanno posto l'attenzione sul fatto che il comportamento degli individui non sia guidato dai principi economici razionali proposti dalla Teoria dei Mercati Efficienti e da quella dell'Utilità Attesa, ma vengano condizionati da altri elementi quali:

- le esperienze passate;
- le credenze;
- il contesto;
- su come le informazioni vengono presentate;
- l'incompletezza informativa spesso presente nei contesti finanziari reali.

Nel 1979 due studiosi Amos Tversky e Daniel Kahneman, grazie ad un articolo pubblicato nella rivista *Econometrica*, sono riusciti a far cambiare opinione circa, la validità del Modello Tradizionale, basato sulla massimizzazione della ricchezza e sulla perfetta razionalità dei soggetti, e sono riusciti a dare alla Finanza Comportamentale una visibilità sufficiente negli ambienti accademici, in modo tale che potesse essere considerata a pieno una teoria. In questo articolo infatti presentarono la nuova teoria, non più normativa ma descrittiva, la "*Prospect Theory*" il cui obiettivo era la descrizione dei comportamenti degli individui in circostanze rischiose.

Molto spesso ci si chiede cos'è la Finanza Comportamentale, rispondere a questa domanda risulta essere molto semplice, infatti rappresenta lo studio dei comportamenti dei soggetti che si trovano a compiere delle scelte economiche e finanziarie.

Le scelte in questione riguardano:

- consumare tutto il reddito oppure risparmiare;
- risparmiare in vista di finalità future oppure risparmiare senza scopi ben precisi;
- gestire per conto proprio i risparmi oppure affidarli ad un esperto.

Tutti gli individui, chi in modo consapevole chi invece in modo del tutto spontaneo senza pensarci troppo, si trovano a dover affrontare delle scelte di questo genere (Legrenzi, 2006).

Tramite la Teoria del Prospetto si tenta di evidenziare come "gli individui commettono errori cognitivi ed emozionali che inficiano il comportamento razionale prospettato dalla Teoria Classica" (Rigoni e Cervellati, 2011).

Come detto precedentemente l'approccio tradizionale ha natura normativa quindi cerca di teorizzare delle situazioni quando si è in presenza di mercati perfetti ed efficienti. La teoria comportamentale contrariamente si basa su un approccio descrittivo, è perciò in grado di riconoscere l'irrazionalità dei soggetti economici e di valutare l'impatto che questo comportamento ha sulle decisioni economiche e finanziarie.

La prima critica mossa alla Teoria dell'Utilità Attesa provenne dall'economista francese Maurice Allais che dimostrò come, i soggetti sopravvalutano i risultati certi e sottovalutano quelli che vengono considerati incerti o probabili. Ciò è assolutamente in contrasto con quanto affermato dalla Teoria Classica, secondo la quale l'utilità di un evento aleatorio è uguale alla combinazione lineare delle probabilità di ciascun risultato. Gli psicologi Kahneman e Tversky, prendendo spunto da tale esperimento di Allais, dimostrarono che esistevano dei fattori che contrastavano la Teoria dell'Utilità Attesa.

Tali fenomeni analizzati sono:

- l'effetto-certezza: gli individui manifestano una certa preferenza per un evento certo rispetto ad uno possibile. Questo si scontra con quanto affermato dalla Teoria dell'Utilità Attesa dove un individuo posto davanti ad una scelta, che comporta il medesimo livello di utilità, risulta essere indifferente tra lo scegliere un'alternativa o l'altra. Secondo Kahneman e Tversky invece, si manifestano delle situazioni in cui le vincite sono possibili e non unicamente probabili e quindi gli individui esprimono una preferenza verso la situazione che presenta una maggior vincita potenziale. Si nota come gli individui preferiscono sempre ottenere un guadagno certo anche se più basso rispetto ad uno più alto ma probabile;
- l'effetto-riflessione: presentando lo stesso esperimento però considerando in questo caso le perdite, i due psicologi hanno potuto evidenziare come il comportamento dei soggetti, tipicamente avverso al rischio nel caso di prospetto positivo, corrisponde ad un comportamento di propensione al rischio quando si considera l'area delle perdite. Questo emergere già dal 1952 da esperimenti condotti da Markowitz.

Proprio come accade per l'effetto certezza anche quello di riflessione viola il principio dell'utilità attesa dove ai risultati certi si attribuisce un'importanza maggiore rispetto a quelli incerti. In questo contesto di dominio negativo si rilevano comportamenti di propensione al rischio (*risk seeking*), anche se solo probabile, rispetto a situazioni dove si manifesta una perdita, anche piccola, ma sicura

(Kahneman, Tversky, 1979). Perciò l'effetto riflesso elimina l'effetto certezza nel dominio negativo;

- l'effetto-isolamento: per semplificare l'intero processo di scelta si procede alla scomposizione di ogni singola alternativa, così facendo si prendono in considerazione solo alcuni elementi di un'alternativa e non il suo complesso. Questo processo però, hanno rilevato Kahneman e Tversky in via sperimentale, potrebbe portare a preferenze incoerenti, in quanto le persone si troverebbero a trascurare le componenti condivise tra le diverse alternative e concentrarsi unicamente su quelle distintive. Si semplificherebbe così, il processo di scelta tra le diverse opzioni.

Ciascuno di questi fattori rappresenta una critica mossa contro la Teoria dell'Utilità Attesa e al pensiero che l'intero processo di scelta decisionale avvenga in maniera del tutto razionale.

L'idea alla quale sono giunti i due psicologi Kahneman e Tversky, risulta essere la verifica dell'esistenza dell'effetto *framing*. Infatti, partono dal presupposto che, se un individuo agisce in maniera razionale dovrebbe considerare equivalenti due giochi anche se questi vengono presentati in modo diverso. I due studiosi hanno però dimostrato come se i giochi perfettamente uguali, vengono proposti in maniera diversa, anche se la sostanza non cambia, comunque si potrebbero notare delle differenze nelle preferenze degli individui, questo è il cosiddetto effetto di *framing*.

Tutto ciò è in contrasto con l'idea che le preferenze dipendano unicamente dalla funzione di utilità e dalla distribuzione di probabilità degli eventi possibili (Kahneman-Tversky, 1979).

A sostegno di tale ipotesi Kahneman e Tversky hanno fornito un esempio chiarificatore. Una malattia ha colpito i soggetti e questa avrebbe potuto uccidere 600 persone, tutto ciò poteva essere evitato ricorrendo a due programmi alternativi. Ad un primo gruppo di soggetti è stato proposto di scegliere tra un primo programma che consentiva di salvare 200 persone e un secondo che dava con probabilità 1/3 di salvare 600 soggetti e con probabilità 2/3 di non salvare nessuno. Il 72% dei partecipanti scelse la prima alternativa cioè quella che dava un esito sicuro. Di seguito gli stessi programmi vennero presentati in maniera diversa, quindi i soggetti si trovarono a dover scegliere tra un'alternativa che diceva per certo che 400 persone sarebbero morte e l'altra che affermava con probabilità 1/3 che nessuno muoia e con probabilità 2/3 che 600 persone

muoiano. Il 78% dei partecipanti rispose di preferire la seconda alternativa rispetto alla prima. Lo scopo di tale esperimento è evidenziare come i programmi presentati sono identici nella prima proposta come nella seconda, ma le prime alternative portavano degli esiti certi le altre invece degli esiti incerti però tutte e quattro presentavano il medesimo valore atteso e cioè 200 sopravvissuti e 400 morti (Legrenzi, 2006).

L'importanza di questo esempio sta nel fatto di notare come l'atteggiamento delle persone cambia quando le prospettive si collocano nel dominio dei guadagni piuttosto che in quello delle perdite. Questo risultato cambia radicalmente il modo di affrontare il tema dell'atteggiamento verso il rischio, infatti ci possono essere situazioni in cui i soggetti sono contemporaneamente avversi e propensi al rischio.

La teoria suddivide tale processo di scelta in due fasi ben distinte, la prima chiamata di *editing*, dove è cruciale il modo in cui viene posto un determinato problema, e una seconda di valutazione delle alternative.

L'obiettivo primario della fase di *editing* è la riorganizzazione e la riformulazione delle diverse alternative che compongono il problema così da rendere più agevole il successivo processo di scelta. Tale fase può avvenire attraverso sei operazioni.

Prima tra tutte c'è la *codifica*, secondo la quale si deve prestare attenzione alle variazioni della ricchezza rispetto ad un determinato punto di riferimento, che spesso è rappresentato dalla situazione iniziale, piuttosto che al valore in termini assoluti, tipico della Teoria Finanziaria Classica. Tale fase è importante in quanto il suo esito può cambiare, infatti la scelta del punto di riferimento dal quale si parte viene a dipendere da diversi fattori quali il *framing* del problema, le esperienze accumulate, la cultura e l'istruzione personale del soggetto. La seconda operazione è la *combination*, cioè la combinazione delle probabilità associate ad eventi identici. L'operazione di *segregation* consiste nella separazione della componente rischiosa da quella invece che non presenta alcun rischio. Attraverso l'operazione di *cancellation* invece gli individui hanno l'opportunità di eliminare le componenti che sono comuni di una determinata problematica, a volte hanno anche la possibilità di intervenire e modificare i termini del problema. L'operazione di *simplification*, si ha quando gli individui cercano di arrotondare probabilità e gli esiti dei risultati. Tale fase può produrre degli effetti molto rilevanti soprattutto quando prendiamo in considerazione delle probabilità molto piccole, (l'arrotondamento di queste potrebbe portare a percentuali diverse dalla realtà)

e un'altra conseguenza pericolosa è il fatto che eventi poco probabili vengano eliminati perché considerati impossibili da realizzare. L'ultima operazione è la *detection of dominance*, dove le alternative dominanti verranno eliminate a seguito di una verifica.

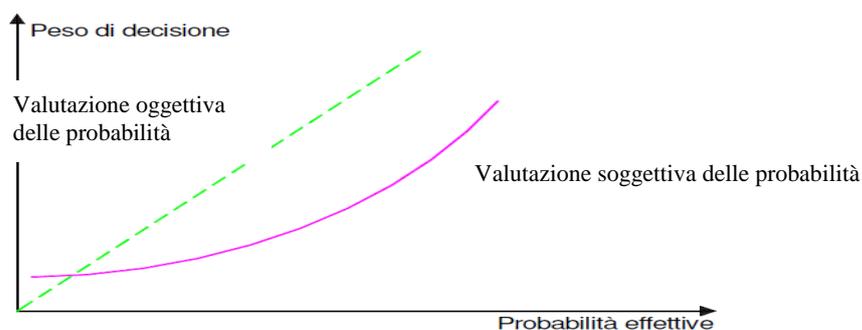
Alla fine della fase di *editing* notiamo che le alternative assumono forme del tutto nuove questo dipende dalle modalità secondo cui l'individuo ha operato nelle diverse fasi.

La fase successiva a quella di *editing* è la cosiddetta fase di valutazione, qui avviene il processo di confronto dei prospetti e la scelta di uno di essi. Il valore di ciascuna di queste alternative viene a dipendere da due fattori, il primo esprime il valore attribuito agli esiti e il secondo è la probabilità di ciascun prospetto. Per fare questo si devono adottare due funzioni quella di ponderazione e quella del valore.

La funzione di ponderazione (figura 1) può essere identificata come il peso attribuito a ciascun esito ottenuto, e tale peso viene a dipendere dalla probabilità dell'esito.

Questo risultato è discorde con quanto prevedeva la Finanza Tradizionale secondo cui l'utilità attesa è lineare rispetto alle probabilità, qui invece non si nota questa linearità.

Tale funzione perciò cerca di porre a confronto la valutazione oggettiva della probabilità con quella soggettiva. Ci si può trovare di fronte a scenari molto complessi dove risulta difficile riuscire ad individuare le probabilità soggettive adottate, e quindi queste situazioni portano i soggetti a sopravvalutare i risultati che con minor probabilità si verificheranno e a sottovalutare quelli che invece hanno una probabilità più elevata rispetto alla certezza di poterli effettivamente conseguire. Infatti se ad esempio si passa da una vincita certa ad una molto probabile, questo rende meno attraente quella particolare alternativa, ci si trova perciò nel caso della probabilità elevata che viene sottovalutata. Contrariamente è più allettante il caso opposto, cioè se si passa da una perdita certa ad una molto probabile, quindi la riduzione della probabilità, anche se molto piccola, viene sopravvalutata.



**Figura 1.1.** Rappresentazione della funzione di ponderazione.

L'altra funzione studiata è quella del valore (Figura 2), questa presenta tre caratteristiche principali.

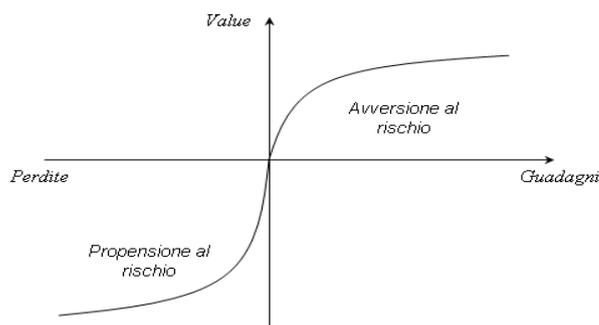
La prima è che tutti i risultati vengono valutati rispetto ad un determinato punto di riferimento, gli studiosi Tversky e Kahneman sono consapevoli che, rappresentare la funzione prendendo a riferimento un'unica variabile cioè la variazione di ricchezza, risulta essere semplicistico, in quanto bisognerebbe considerare anche la ricchezza iniziale. Però studi empirici hanno dimostrato come l'effetto di variazione sia molto più forte rispetto all'effetto di variazione della ricchezza iniziale, e proprio per questo motivo la semplificazione detta prima risulta essere accettata. Si nota quindi una differenza rispetto alla Teoria dell'Utilità Attesa che si focalizzava sulla ricchezza finale, in questi nuovi studi i soggetti non valutano più l'effetto complessivo delle loro decisioni ma ogni decisore valuta le scelte in modo separato.

La seconda caratteristica è la concavità della funzione nell'area dei guadagni e la sua convessità nell'area delle perdite. Si assiste quindi ad una diminuzione nel valore marginale dei guadagni e delle perdite man mano che aumenta la loro dimensione.

Una delle più importanti conseguenze di questa caratteristica è che a seconda dei diversi contesti i soggetti possono manifestare un comportamento avverso o propenso al rischio. Se ci sono elementi che li fanno ricadere all'interno dell'area dei ricavi allora adottano un comportamento di avversione al rischio, contrariamente se ricadono nell'area delle perdite saranno propensi al rischio.

Queste argomentazioni sono state sostenute da numerose verifiche empiriche, ed è opportuno però considerare anche le condizioni in cui versa un determinato soggetto perché si può assistere ad una variazione della funzione di valore personale.

Ultimo elemento da considerare è che tale funzione è più ripida nell'area delle perdite piuttosto che in quella dei guadagni, comunque la pendenza della retta raggiunge il punto più alto nelle vicinanze del punto di riferimento.



**Figura 1.2** Rappresentazione della funzione del valore.

Le caratteristiche presentate della funzione del valore creano dei comportamenti irrazionali nei soggetti che sono l'effetto *framing*, il *loss aversion* e infine lo *status quo bias*.

La *loss aversion* è legata alla maggior pendenza della funzione nell'area delle perdite piuttosto che in quella dei guadagni e questo implica che servirà un guadagno più elevato per compensare tale perdita. Succede questo perché i soggetti valutano gli esiti attraverso delle costruzioni mentali che permettono di andare a individuare i risultati che saranno analizzati congiuntamente e quindi in questo caso si ha che i costi e i ricavi si compensano reciprocamente, prima di procedere alla valutazione complessiva; se invece questi sono valutati separatamente allora costi e ricavi vengono considerati in due costruzioni mentali ben distinte, e i costi verranno trattati proprio come delle perdite.

Un esempio che potrebbe essere fatto è quello di un giocatore che attribuisce un peso maggiore alle perdite rispetto ai guadagni, infatti anche se queste due sono di ammontare identico, comunque hanno un peso psicologico totalmente diverso infatti il soggetto percepisce il valore netto come una perdita.

Lo *status quo bias* si manifesta quando, in situazioni di forte incertezza, i soggetti decidono di non compiere una scelta e di rimanere nella propria situazione iniziale (*status quo ante*).

Questo può succedere per diversi motivi quali ad esempio, l'inerzia in quanto un cambiamento potrebbe richiedere il dispendio di risorse, energie, tempo e denaro, oppure l'incertezza, infatti un cambiamento modifica le cose e questo potrebbe portare a risultati positivi ma anche negativi, andando così a peggiorare la situazione invece che migliorarla, ed infine un decisore potrebbe non voler cambiare la situazione iniziale perché inesperto e non pienamente cosciente dell'effetto delle proprie azioni.

La Teoria del Prospetto inoltre è molto importante ed offre numerosi spunti per analizzare l'efficacia dei sistemi di controllo direzionali, soprattutto per riuscire ad individuare quali sono gli incentivi legati al raggiungimento degli obiettivi.

Si può concludere affermando che, la crisi della Teoria Finanziaria Classica ha portato alla nascita della Finanza Comportamentale la quale cerca di integrare l'economia con la psicologia cognitiva. L'obiettivo non è quello di sostituire le teorie classiche ma cercare di integrarle ed intervenire nelle loro inefficienze, quali ad esempio il principio di razionalità degli investitori e l'impatto che questi hanno sulle decisioni.

## 1.5 EVOLUZIONE DELLA TEORIA: LA CUMULATIVE PROSPECT THEORY

La Teoria del Prospetto Cumulativa elaborata a partire dal 1992 da Tversky e Kahneman, risulta essere una elaborazione della precedente Teoria del Prospetto, che in un certo senso cerca di recuperare la logica seguita dai modelli di utilità attesa.

Questa si differenzia dalla Teoria del Prospetto classica per le modalità attraverso le quali si cerca di ponderare le probabilità, ovvero si cerca di considerare la distribuzione cumulata delle stesse, e per riuscire ad applicare delle funzioni di valori che sono diverse a seconda che si tratta di guadagni o di perdite.

Una delle grandi scoperte che si sono potute notare con questa teoria consiste nella diversa deviazione dei pesi decisionali da applicare agli esiti aleatori. Infatti mentre nella precedente teoria i diversi pesi decisionali dipendono dalla probabilità del singolo esito (se ad esempio ci si aspetta un determinato guadagno con una probabilità di realizzo dello stesso pari allo 0.3 e una perdita che presenta la medesima probabilità, alla fine i due risultati avranno dei pesi decisionali che coincidono), questo non avviene nella funzione cumulata, dove i pesi decisionali vengono a dipendere dalla distribuzione cumulata di probabilità e per ottenere questo bisogna cercare di utilizzare delle diverse funzioni di ponderazione ai guadagni e alle perdite.

Altra cosa importante da prendere in considerazione nella Teoria del Prospetto Cumulata è che questa riesce ad elaborare comportamenti nei confronti del rischio che sono molto più variegati rispetto a quanto accadeva in precedenza. C'è da ricordare infatti che nella teoria originaria i soggetti nel dominio delle perdite sono propensi al

rischio, mentre nel dominio dei guadagni questi sono avversi, gli atteggiamenti degli individui sono ancora più differenziati nella teoria rielaborata.

In generale si può affermare che i soggetti si trovano ad adottare un comportamento avverso al rischio quando hanno a che fare con situazioni che presentano un guadagno abbastanza probabile e di ammontare non eccessivamente elevato, un esempio sono gli investimenti finanziari (non si fa riferimento al valore monetario ma ci si riferisce al guadagno in percentuale al capitale investito). Adottano un atteggiamento propenso al rischio quando si individuano guadagni di importo elevato il cui realizzo è però poco probabile, è il caso tipico delle lotterie.

Il comportamento dei soggetti sarà l'opposto quando si considera il dominio delle perdite. Quindi siamo in situazioni in cui i soggetti sono avversi al rischio quando affrontano perdite che potrebbero essere elevate ma poco probabili ed invece sono propensi al rischio nel caso opposto cioè si ha a che fare con perdite più basse ma è più probabile che queste si manifestino. Il tipico caso che rientra in questa categoria sono le polizze assicurative le quali servono per proteggersi da eventi che possono essere molto dannosi ma che si verificano di rado, e a lasciare senza copertura assicurativa rischi che si manifestano più frequentemente ma che hanno un peso in termini economici minore.

## 1.6 LA TEORIA MOTIVAZIONISTA

Ultimo approccio che ha in comune alcuni aspetti con la Teoria del Prospetto Cumulativa è la cosiddetta teoria "motivazionista" la quale si è sviluppata nell'ambito della ricerca psicologica.

Proposta da Lopes nel 1987 afferma che il soggetto che si trova ad affrontare una scelta molto rischiosa prenda la sua decisione mosso soprattutto da sentimenti presenti nell'individuo e cioè quello di avere successo e di cercare di evitare in tutti i modi il fallimento. Tutti i soggetti si trovano a decidere in modo tale da riuscire a ridurre la probabilità di mancare un obiettivo personale di ricchezza, ovvero si trovano in questo caso a decidere in base ad una rappresentazione degli eventi possibili che fanno riferimento alla distribuzione cumulata di probabilità.

Tale teoria si fonda principalmente su due fatti, da un lato il bisogno di sicurezza dell'individuo e la paura che questo ha nei confronti di una scelta rischiosa, e dall'altro

riflette gli obiettivi, i desideri e i vincoli del soggetto prendendo in considerazione il contesto in cui esso si colloca.

La frontiera efficiente del portafoglio viene costruita cercando di porre il rendimento in relazione con la probabilità che la ricchezza finale dell'individuo possa essere inferiore rispetto all'obiettivo che si era fissato inizialmente. La barriera calcolata in questo modo risulta essere diversa rispetto a quella standard, in quanto vi sono tutta una serie di fattori che incidono quali ad esempio le aspirazioni individuali. Si possono infatti riscontrare casi in cui i rendimenti attesi vengono a dipendere dai sentimenti che animano un determinato soggetto, per questo motivo se ci sono individui in cui il desiderio di sicurezza è elevato questo porta a dare un peso eccessivo alle perdite mentre un desiderio di potenziale porta ad attribuire molta più importanza ai guadagni. Infine se si manifestano delle aspirazioni troppo elevate nessun portafoglio risulta essere ottimale, perché nessuno di questi può dare la certezza di riuscire a raggiungere l'obiettivo.

## Capitolo 2

### **LA FINANZA COMPORTAMENTALE**

Sommario: 2. La storia della finanza comportamentale – 2.1 I principi teorici – 2.1.1 Rappresentatività – 2.1.2 Disponibilità – 2.1.3 Ancoraggio – 2.1.4 Overconfidence e Underconfidence – 2.1.5 Ottimismo – 2.1.6 Conservatorismo – 2.1.7 Overreaction e Underreaction – 2.1.8 Loss aversion – 2.1.9 Avversione per ambiguità – 2.1.10 Altre euristiche – 2.1.11 Il debiasing – 2.2 Applicazione dei principi teorici ai mercati finanziari – 2.2.1 The Aggregate Stock Market – 2.2.2 Gli investitori individuali e il disposition effect – 2.2.3 Closed-end fund puzzle.

#### **2. LA STORIA DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE**

La nascita della Finanza Comportamentale si ha a partire dalla fine degli anni Settanta, per poi assistere ad una sua straordinaria crescita negli anni Ottanta, ma si dovrà attendere fino agli anni Novanta/Duemila per notare un'elevata condivisione in tutti gli ambienti accademici.

Il primo lavoro importante che si può citare risale al 1955 ed è di Herbert Simon basato sul modello comportamentale di scelta razionale. Ma fu lo psicologo Paul Slovic colui che per primo attraverso i suoi lavori (1969 e 1972), riuscì a capire come gli individui comprendevano in modo errato il rischio, quindi si può affermare che fu proprio lui il vero anticipatore in questo campo. Questa errata concezione di rischio rappresentò il punto dalla quale poi si svilupparono altri studi.

Daniel Kahneman e Amos Tversky, vengono considerati dalla comunità accademica come i padri della Finanza Comportamentale. Nel 2002 Daniel Kahneman ricevette il Premio Nobel per l'economia, infatti con i loro importanti lavori del 1974 e 1979 diedero un contributo rilevante in materia.

Essi partirono dall'analisi del paradosso di Allais<sup>1</sup>, trovarono dei punti critici nella Teoria dell'Utilità Attesa, mettendo in discussione gli assiomi su cui questa si fondava,

---

<sup>1</sup>Il paradosso di Allais fa vedere come l'utilità di una determinata circostanza rischiosa non è combinazione lineare delle probabilità associate a ciascun risultato possibile.

arrivando in fine alla formulazione della *Prospect Theory*.

Altro studio che merita particolare importanza è quello svolto nel 1981 da Robert Shiller il quale si concentra sulla volatilità dei mercati azionari. Tale lavoro rappresenta solamente il punto di partenza per numerosi altri studi che hanno permesso di dare una connotazione fortemente empirica alla Finanza Comportamentale. Gli esperimenti che hanno avuto luogo hanno evidenziato come, le circostanze studiate ed analizzate, fossero del tutto incoerenti con quanto affermato nella Teoria Tradizionale.

Altra persona di rilievo fu Fischer Black il quale nominato presidente dell'*American Finance Association* ha sostenuto il processo di sviluppo della Finanza Comportamentale. Nel 1984 tale nuovo ramo viene presentato alla comunità scientifica e da questo momento in poi si riesce a notare un aumento delle pubblicazioni che riguardavano tale fenomeno. Tra le più importanti si ricorda l'articolo nel 1985 di De Bondt e Thaler pubblicato sul *Journal of Finance* e uno di Statman e Shefrin.

Come già accennato in precedenza la Finanza Comportamentale mostra una forte impronta psicologica ecco perché è molto interessante vedere come i più importanti contributi offerti in questa materia non siano di formazione economica ma psicologica.

Nel corso del tempo si nota come questa materia sia cambiata e abbia ottenuto maggiori consensi. Mentre i primi studi fatti erano rivolti ad ambienti accademici fortemente specializzati, quindi ad un pubblico ristretto, esperto, a partire dagli anni Novanta si assiste ad una inversione, gli studiosi hanno iniziato a pubblicare libri su tale argomentazione, ampliando in questo modo il bacino utenti.

Questo fenomeno particolare perciò riesce a confermare come ormai tale materia abbia superato i soli ambiti accademici e possa essere presentata ed accolta anche in ambiti molto più ampi.

Oggi le ricerche sulla Finanza Comportamentale avanzano ad un ritmo molto elevato e hanno trovato grande diffusione anche nei maggiori atenei del mondo, dove si possono individuare specifici corsi dedicati a questa materia.

Rispetto a qualche decennio fa, i passi che si sono compiuti sono stati enormi, si sono raggiunti risultati notevoli, ma tale campo non è stato completamente esplorato, ci sono ancora lati lacunosi che presentano non poche problematiche, ecco perché come hanno affermato Barberies e Thaler (2002), in campo della Finanza Comportamentale siamo molto più vicini all'inizio dell'agente piuttosto che alla sua fine.

## 2.1 PRINCIPI TEORICI

Si passa ad analizzare quali sono i principi teorici che si trovano alla base della Finanza Comportamentale.

Tale filone risulta essere giovane e nuovo e quindi si trovano parecchie difficoltà nel riuscire ad avere una visione univoca e ben strutturata dell'intero fenomeno. All'interno di questo ramo si riescono ad individuare elementi legati alla psicologia, alla sociologia e infine all'antropologia, si nota perciò che non si tratta di un'unica materia ben individuata ma presenta numerosi elementi interdisciplinari.

Qualsiasi scelta di investimento viene proiettata verso il futuro e si individua una previsione di quelli che saranno gli eventi aleatori. L'operazione di riuscire ad individuare quali saranno gli eventi che si manifesteranno e le rispettive probabilità può risultare particolarmente rischiosa e difficile, per questo motivo si tende a suddividerla in tre fasi ben distinte che sono l'acquisizione delle informazioni, l'elaborazione delle stesse ed infine l'emissione di una probabilità di manifestazione di tale evento.

Tale compito, di riuscire ad attribuire una probabilità per un insieme di eventi che si manifesteranno, può risultare difficoltoso, allora i soggetti cercano di superare tale ostacolo ricorrendo alle euristiche, si tratta cioè di regole che vengono usate per risolvere in modo semplificato problemi particolarmente complessi (Rumiati, 1990).

La caratteristica principale di tali euristiche risulta essere quella di riuscire a rapportare la difficoltà del compito alle capacità, seppure limitate, di raccolta e di elaborazione delle informazioni che si possiedono. Secondo Simon (1957), l'euristica rappresenta una risposta, ad un particolare problema, che non necessariamente deve essere quella migliore ma semplicemente una buona, dati particolari vincoli.

Determinate euristiche intervengono nel comportamento degli individui quando si trovano a dover affrontare particolari situazioni, e possono aiutare a capire il perché le scelte più utilizzate divergano dalle teorie che normalmente sono fondate su ipotesi di comportamento razionale e ottimizzante, in questo caso si parla di *bias* (Mottolini, Guala, 2005).

Cosa importante infatti che si prende in considerazione è che se da un lato le euristiche semplificano il lavoro della mente dall'altro invece possono portare a conclusioni errate e troppo semplicistiche.

Tali distorsioni possono determinare perciò:

- errori quando si devono prendere delle decisioni riguardanti gli investimenti individuali, infatti questi possono portare o a rendimenti insufficienti o a una eccessiva esposizione al rischio;
- *biases* collettivi, infatti si possono creare dei fenomeni di “contagio”, non si tratta più di una singola circostanza legata a un singolo investimento individuale ma diventa un fenomeno collettivo;
- varie inefficienze di mercato che possono essere ad esempio prezzi sbagliati o anomalie nei rendimenti tra diverse attività, ecc..

La Finanza Comportamentale cerca di comprendere tali anomalie e in un certo senso di sfruttarle in modo tale da riuscire a individuare la strategia di investimento ottimale.

Quindi l'esistenza di queste euristiche evidenzia come la mente umana utilizzi dei filtri cognitivi per riuscire a semplificare e a selezionare le informazioni veramente interessanti, non riuscendo a tenerle in considerazione tutte a causa dei limiti fisiologici.

### 2.1.1 RAPPRESENTATIVITA'

L'euristica della rappresentatività stabilisce come i soggetti basano le loro elaborazioni e giudizi di probabilità su stereotipi e situazioni familiari (Tversky-Kahneman, 1974). Quindi tale euristica cerca di prendere un problema particolarmente complesso e ridurlo in un'operazione molto semplice. Cerca di valutare la probabilità di un'ipotesi, attraverso la classificazione di un particolare caso e le somiglianze che questo ha con uno precedentemente analizzato.

I due psicologi valutano perciò la conseguenza di un evento considerando principalmente due aspetti:

- il grado di somiglianza;
- la misura in cui riflette le caratteristiche essenziali del processo che lo hanno generato.

Tversky e Kahneman per chiarire tale concetto proposero un esperimento dove venivano presentate alcune caratteristiche della persona, e i soggetti dovevano individuare che tipologia di lavoro questa facesse, scegliendola da una lista.

La descrizione era ad esempio di un uomo molto timido ed introverso, disponibile ma

poco interessato alla realtà che lo circonda, molto mite, maniaco dell'ordine e per i dettagli. Le diverse tipologie di lavoro erano: agricoltore, agente di commercio, bibliotecario, fisico, pilota di aerei. Venne chiesto di scegliere la probabilità che appartenesse ad una particolare categoria di lavoro e la maggior parte dei soggetti rispose che si trattava di un bibliotecario (Legrenzi, 2006).

L'esperimento evidenzia come gli individui affrontino il tema dell'emissione di un giudizio probabilistico allo stesso modo in cui affrontano quello di un giudizio di familiarità, però questo mette in luce come nel giudizio probabilistico si dovrebbero considerare molte più variabili rispetto ad un semplice giudizio di familiarità.

La conclusione di tale caso è che anche se il soggetto descritto presenta le caratteristiche tipiche del bibliotecario, bisogna tenere in considerazione il numero di agenti di commercio presenti nella società. Infatti trovare un agente di commercio che ha i tratti caratteriali dell'individuo descritto risulta essere molto difficile, ma la frequenza con cui si trova un agente è molto più lunga rispetto a quella con cui si incontra un bibliotecario. Quindi l'individuo che risponde che l'attività del soggetto è l'agente commerciale ha una probabilità più elevata di rispondere in maniera corretta rispetto invece a chi afferma che tale soggetto è un bibliotecario.

Molteplici sono le conseguenze di tale euristica infatti, se si osserva empiricamente un fenomeno aleatorio, si ha molto spesso la convinzione che questo sia rappresentativo cioè riproduca le caratteristiche essenziali del fenomeno stesso, ma molte volte può avere delle conseguenze non accettabili.

Un esempio citato potrebbe essere quello sulle aspettative degli investitori della società Gallup (Fisher-Statman, 2002), dove nel dicembre del 1999, più della metà degli investitori individuali riteneva che il mercato fosse in bolla speculativa<sup>2</sup>.

Nonostante questo pensiero e senza tener conto di altre informazioni, questi ritenevano che comunque i prezzi dei titoli sarebbero continuati a salire. Il paradosso potrebbe trovare una spiegazione in termini razionali (anche in presenza di prezzi troppo alti, comunque i soggetti avrebbero continuato ad acquistare i titoli perché vi è la convinzione che comunque si sarebbero trovati acquirenti disposti a comprarli) ma questa spiegazione non troverebbe un appoggio in termini sperimentali. Studiosi hanno

---

<sup>2</sup>Questo risulta essere un particolare stato del mercato dove i prezzi sono superiori al loro valore corretto in termini finanziari.

infatti dimostrato come gli investitori continuano a sperare in un aumento dei prezzi anche quando la vendita di tali titoli diviene ormai impossibile.

In altri casi invece l'euristica induce a valutare erroneamente l'affidabilità dell'evidenza empirica. Infatti Trversky e Kahneman hanno evidenziato come gli individui fissino delle bande di oscillazione che sono del tutto indipendenti dal campione esaminato.

La statistica contrariamente afferma che, maggiori sono le osservazioni, allora minori dovrebbero essere gli scostamenti che esistono tra le frequenze che sono state osservate e le probabilità teoriche.

Da questo si può ricavare la legge dei piccoli numeri, infatti mentre la statistica afferma che la rappresentatività di un campione dipende anche dalla numerosità di questo, la persone comunemente tendono a trascurare tale fattore. Questo ha ripercussioni molto importanti, spinge a convincersi che le limitate osservazioni fatte siano in realtà sufficienti per ricavare in modo attendibile un risultato generale.

L'esempio classico è il lancio della moneta, se si chiede a dei soggetti di scrivere la sequenza ipotetica di 10 lanci, nessuno scriverà tutte testa o tutte croci, ma queste si alterneranno anche se alla fine hanno la medesima probabilità di manifestazione. Le persone però spesso vivono nella convinzione che, se un processo casuale genera una sequenza di eventi, questo deve rappresentare le caratteristiche stesse del processo anche quando vengono prese a riferimento poche realizzazioni. In questo specifico caso allora una sequenza successiva di dieci teste porta necessariamente a pensare che la moneta sia stata truccata.

Tale manifestazione sbagliata di processi casuali ha conseguenze anche in ambito finanziario. Ad esempio si vede che nel breve periodo, l'andamento del rapporto di cambio di due valute è assolutamente casuale, però se si osserva che negli ultimi 4 giorni una delle due valute ha sempre perso valore, allora si potrebbe concludere affermando che è in corso un processo di svalutazione.

Concludendo Tversky e Khaneman hanno affermato che i piccoli campioni sono rappresentativi della popolazione da cui essi derivano, da qui il nome legge dei piccoli numeri, ed invece se si ha a che fare con un campione casuale che deve cercare di riflettere le preferenze della popolazione allora questo dovrebbe essere sufficientemente elevato (legge statica dei grandi numeri).

### 2.1.2 DISPONIBILITA'

Tversky e Kahneman hanno condotto diversi studi nei quali evidenziano come nell'acquisire le informazioni necessarie i soggetti vengono influenzati dalla facilità con cui queste sono richiamate nella mente degli individui, ecco cosa afferma l'euristica della disponibilità.

Questa è il primo filtro che viene applicato per riuscire a giungere ad un giudizio di probabilità, tenendo sempre ben presente che le situazioni più frequenti sono anche quelle più facili da ricordare. La frequenza però non è l'unico elemento che riesce ad influire sulla disponibilità, anzi molto spesso tale legame può portare a degli errori ad esempio quando le informazioni disponibili non sono molto frequenti.

La disponibilità opera secondo due diversi meccanismi (Rumiati, 1991):

- disponibilità per costruzione, fa riferimento alla modalità secondo la quale le persone utilizzano le informazioni in loro possesso per costruire esempi o fare delle simulazioni;
- disponibilità per recupero, cioè le modalità secondo le quali gli esempi sono richiamati alla mente attraverso delle categorie naturali.

Andando ad analizzare il primo punto, è facile notare come per un soggetto molte volte la risoluzione di un determinato compito porta alla costruzione di esempi e di simulazioni. Perciò, quando il richiamo mentale è più agevole, allora il giudizio di probabilità propenderà per questa determinata situazione.

Un esempio tipico è quello di chiedere alle persone se siano più probabili parole in inglese che cominciano con "r" o parole dove la "r" rappresenta la terza lettera. La maggior parte risponderà che le parole che iniziano con "r" sono più probabili, ma in realtà non è così, solo che per i soggetti è più facile individuare parole dove "r" rappresenta la prima lettera.

Altre volte la costruzione passa per mezzo dell'immaginazione di una situazione. Ad esempio, se si deve valutare il piano industriale di un'azienda, la sua probabilità di successo dipende in parte anche dalla facilità con cui vengono rappresentati e spiegati i punti di forza e di debolezza, perciò quelli più facili da immaginare, raggiungono più facilmente l'obiettivo, perché riescono ad influenzare in senso positivo il giudizio personale dei soggetti e avranno una ripercussione sui risultati aziendali.

Lo studio appena analizzato però tende a trascurare che, molte volte la stessa proprietà descritta deriva proprio da esperienze personali e passate dei singoli soggetti e non da un minore o maggiore grado di probabilità che questi eventi si manifestino.

Il secondo punto riguarda la disponibilità per recupero, come detto precedentemente è più facile ricordare eventi familiari e quindi il giudizio sulla frequenza è distorto verso i casi che sono conosciuti.

Un esempio tipico proposto, per chiarire questo punto, è quello che prende in considerazione un elenco di 40 società, formate da 19 banche e 21 società industriali, si domanda se siano più numerosi i titoli bancari o quelli industriali. L'esito dipenderà da quanto sono famose queste società, infatti se si tratta di banche note allora la maggioranza dei presenti propenderà per la numerosità dei titoli bancari.

La familiarità e la rilevanza dipendono molto dalle esperienze vissute direttamente dai soggetti. Ad esempio chi ha vissuto personalmente il default dell'Argentina, la quale possedeva precedentemente un rating sul debito pari a B, sarà molto più propenso a giudicare elevata la probabilità d'insolvenza di un altro Stato anch'esso in possesso di un rating B, questo perché ha vissuto personalmente la situazione.

Anche il tempo influenza l'intensità di percezione del fenomeno, infatti se si chiede la probabilità d'insolvenza di uno Stato con rating sul debito B, poco dopo il default, naturalmente si otterranno delle percentuali più elevate, mentre se è già trascorso del tempo le stime sono più basse perché si riducono sia l'intensità del ricordo ma anche la rilevanza dell'informazione stessa.

Si può affermare quindi che, le situazioni verificatesi da poco (e questo non vuol dire che siano più probabili di altre accadute tempo prima), sono a parità di tutte le altre condizioni più rilevanti nel processo di acquisizione delle informazioni.

Le persone si affidano perciò a questa euristica per riuscire ad emettere dei giudizi sulla probabilità di manifestazione di determinati eventi futuri, nel fare questo però utilizzano la conoscenza relativa a quella particolare situazione accaduta in passato.

Bisogna però ricordare che la memoria non è assolutamente infallibile, non utilizza alcuni principi statici ed infine è influenzata da fattori psicologici e da limitazioni cognitive, quindi commettere degli errori risulta essere molto frequente.

### 2.1.3 ANCORAGGIO

L'euristica dell'ancoraggio, identificata nel 1974 da Tversky e Kahneman, esplica che quando i soggetti si trovano in situazioni di incertezza e devono enunciare stime o previsioni partono da un determinato punto, che per loro è sicuro e proseguono poi con degli aggiustamenti in base alle nuove informazioni che questi ricevono o che vengono in loro possesso.

Spesso però questo processo si dimostra insufficiente, infatti esperimenti evidenziano come gli individui restano fortemente attaccati al valore iniziale e difficilmente lo modificheranno. Wilson (1996) ha evidenziato come gli individui cercano di ancorare le informazioni nuove che gli giungono, con quelle che già possiedono, in modo tale da riuscire a restare pertinenti con il valore iniziale.

Un esperimento, per dimostrare le conseguenze molto particolari di questa euristica, venne proposto da Tversky e Kahneman. Questi chiesero ai soggetti di stimare la percentuale di Paesi appartenenti all'ONU che fossero africani, partendo da un valore di riferimento iniziale, ottenuto in modo del tutto casuale, cioè facendo girare una ruota nella quale venivano indicati numeri da 1 a 100. I soggetti dovevano dire se la percentuale di Paesi africani era maggiore o minore del numero uscito casualmente e poi dovevano riuscire ad esprimerne una stima. I risultati evidenziarono come, le valutazioni successive erano fortemente ancorate al valore iniziale anche se questo era stato scelto facendo girare una ruota, cioè in modo del tutto casuale. Infatti la stima mediana dei gruppi che partivano dal numero iniziale 65 era 45 per cento, mentre quella dei gruppi che partivano da 10 era 25 per cento.

Tale euristica è un fenomeno di diffusione molto esteso che permette di spiegare, almeno in parte, gli errori di stima e il ritardo con cui i soggetti riescono a reagire alle nuove informazioni che giungono in loro possesso. Questo può essere un problema particolarmente importante in ambito finanziario dove il futuro andamento del mercato dipende da valutazioni numeriche. Può succedere infatti che, non avendo notizie rilevanti su un determinato titolo, gli investitori considerino solamente il prezzo, senza guardare al passato e cioè non valutano la storia e l'aleatorietà.

Numerosi sono i casi di azioni che, pur presentando oggi un valore elevato, non si possono ritenere in alcun caso investimenti sicuri, perché se si guarda al passato si nota

come questi titoli hanno avuto un andamento fortemente altalenante, forti periodi di crescita accompagnati da periodi di declino. Una valutazione non sicura, ma migliore della semplice presa in considerazione del valore del titolo in un particolare momento, è quella di vedere l'andamento passato dell'azione e così facendo si cerca di prevedere come potrà comportarsi in futuro.

Se ad esempio, si suppone, che in una determinata società l'utile per azione è dello 0.2, questo rappresenta per gli analisti un importante punto di riferimento iniziale, dal quale partire. Se successivamente arrivano delle nuove informazioni il valore necessariamente dovrà essere modificato, ma tale modifica sarà minima, infatti si tenderà sempre ad essere vicino al valore che funge da ancora. Se però tali notizie continuano a giungere allora l'effetto del valore iniziale dovrebbe essere meno forte, anche perché questa con il tempo verrà sostituita da un nuovo punto di riferimento. Anche per questo motivo i fenomeni di *underreaction*, cioè quando ci troviamo nel caso in cui i prezzi si adeguano in modo molto lento al nuovo valore preso come riferimento, possono essere spiegati ricorrendo all'euristica dell'ancoraggio.

Concludendo si parla di ancoraggio proprio perché il valore finale ottenuto non risulta essere molto diverso dal valore iniziale utilizzato appunto come ancora. Purtroppo però questo implica la tendenza degli esperti ad ancorarsi agli andamenti passati e si ripercuote nelle loro scelte.

Dopo i due psicologi Tversky e Kahneman, altri studiosi hanno analizzato tale euristica e si è giunti a modificare, almeno in parte, la spiegazione fornita inizialmente.

Nel 2006 Epley e Gilovich, sono riusciti ad evidenziare due processi totalmente diversi per individuare il valore iniziale di riferimento:

- nell'esperimento proposto in precedenza, delle nazioni africane rappresentate all'Onu, i soggetti partono dall'ipotesi che il valore di riferimento iniziale, cioè il numero uscito casualmente dalla ruota, sia corretto, e cercano così di recuperare più informazioni possibili a sostegno di questa ipotesi, piuttosto che notizie contrarie ad essa (il cosiddetto effetto conferma).

Ma in questo caso si andrà ad individuare un valore finale che risulta essere un semplice perfezionamento del valore inizialmente individuato, infatti spesso si assiste a degli aggiustamenti che si rilevano essere insufficienti;

- oppure nel caso in cui non venga fornito nessun valore di riferimento iniziale, allora i soggetti si trovano nella situazione di doverlo generare da soli. Sapendo però che questa non può essere la risposta giusta cercano di sistemare in eccesso o in difetto il loro personale giudizio a seconda di dove pensano possa cadere la risposta corretta. Ma tale aggiustamento non basta per poter affermare che sia la risposta esatta.

#### 2.1.4 OVERCONFIDENCE E UNDERCONFIDENCE

Le euristiche hanno molto spesso delle conseguenze nei mercati. Un effetto che viene molto studiato e preso a riferimento può essere il fenomeno dell'*overconfidence*.

Questo può essere visto come la tendenza degli individui a sopravvalutare la correttezza dei loro pensieri e delle loro opinioni, sono molto più sicuri delle loro conoscenze rispetto a quanto dovrebbero esserlo oggettivamente. Questa rende sicuri e ottimisti, e può rilevarsi pericoloso perché si possono manifestare degli eventi che non si erano presi in considerazione o si erano sottovalutati.

Il fenomeno dell'*overconfidence* può essere la causa di numerosi squilibri nei mercati finanziari quali possono essere la nascita e la propagazione di bolle finanziarie.

Questo può dipendere dal fatto che numerose volte i soggetti si trovano nella situazione di dover valutare le proprietà senza però avere le giuste competenze per farlo, così ad esempio un evento che ha una probabilità dell'80 per cento viene considerato certo, mentre un altro che ha una probabilità semplicemente del 20 per cento viene preso come impossibile, ma questo è un grandissimo errore (Barberis, Thaler, 2002).

Si tende molto spesso ad attribuire competenze e capacità superiori rispetto a quelle che normalmente si posseggono, questo prende il nome anche di "baldanza cognitiva", cioè un giudizio sbagliato che viene dato a causa proprio dell'*overconfidence*.

Tale difetto nel mercato degli investimenti è causa di tutta una serie di eventi, difatti l'eccesso di fiducia nei confronti di una scelta porta gli individui ad ignorare tutte le informazioni che contrastano con il proprio pensiero, e che a volte potrebbero essere particolarmente rilevanti ed importanti. Il soggetto *overconfidence* inoltre tende a trascurare e a sottostimare tutte le notizie che giungono dal passato, nonché i rischi passati ma anche presenti, e non considera il rischio specifico di investimento, infatti non diversifica il portafoglio.

Il primo studio riguardante la Finanza Comportamentale risale al 1977 per mano di Lichtenstein, Fischhoff e Phillips, successivamente molti altri studi si sono concentrati sull'argomento. Attraverso l'*overconfidence* si cerca, in un certo senso, di battere il mercato, anche se numerosi esperimenti hanno evidenziato come questo non sia possibile, ovvero non sia possibile ottenere delle performance maggiori di quelle di mercato se si prende in considerazione il rischio e tutti i costi di transizione. Ci sono solamente pochi soggetti che riescono ad abbattere il mercato e questi non riescono mai a farlo per due volte consecutive, ed inoltre bisogna tener presente che le performance passate non sono un buon indicatore di quelle future.

Uno studio condotto nel 2000 da parte di Odean e Barber ha evidenziato come, gli individui che movimentano maggiormente il portafoglio apparentemente sembrano ottenere maggiori rendimenti lordi, ma in realtà se si considerano al netto dei costi di transazione e dei rischi questi risultano essere negativi. Tale caso specifico è stato riscontrato anche negli agenti italiani dove si manifesta questa tendenza a sovrastimare le proprie abilità e di conseguenza a dare minor peso ai rischi e a tutte le conseguenze negative che si possono manifestare (Alemanni-Franzosi, 2006).

Odean (1998) ha elaborato un modello teorico nel quale è riuscito a dimostrare che nei soggetti *overconfident* l'utilità attesa, contrariamente a ciò che afferma la teoria classica, si riduce, si nota perciò come l'essere troppo informati può risultare rischioso.

Guiso e Jappelli (2006), condussero un esperimento nel quale considerarono un campione di clienti di un intermediario italiano, e hanno dimostrato che i titoli degli individui che posseggono maggiori informazioni riescono ad ottenere dei risultati peggiori rispetto a quelli invece che ne possiedono di meno. Tali maggiori notizie a disposizione degli agenti sono strettamente collegate a una maggiore movimentazione di portafoglio, e a una minore propensione da parte dell'individuo a delegare ad un consulente finanziario tutte le decisioni che riguardano il titolo.

I soggetti adottano tale comportamento in quanto non ritengono il consulente sufficientemente competente, tendono quindi a sottovalutare le sue abilità e le informazioni in suo possesso, e questo porta infine ad una minore diversificazione del portafoglio. Si nota come questo nuovo studio è in netto contrasto con quanto dichiarato dalla Teoria Classica dove, i soggetti del tutto razionali, acquisivano le informazioni fin quando i costi marginali non eguagliavano i benefici attesi incrementali, e in questo

modo gli individui che possedevano maggiori informazioni potevano ottenere anche dei rendimenti superiori.

In linea teorica si ritiene che spesso gli errori derivanti dall'*overconfidence* si dovrebbero aggiustare nel corso del tempo, ma studi hanno evidenziato che questa correzione in realtà non avviene a causa di diversi motivi. Primo tra tutti si può indicare l'avversione al rammarico, infatti in caso di perdita il soggetto cerca di ridimensionare gli errori compiuti attribuendo lo sbaglio ad una causa esterna ed imprevedibile oppure cerca di limitare i danni aggregando le perdite subite con i guadagni realizzati. Contrariamente se la scelta effettuata porta a dei profitti allora gli individui attribuiscono a loro stessi il merito e questo non fa altro che aumentare la fiducia che questi ripongono nelle loro abilità e capacità. L'*overconfidence* quindi tende ad aumentare nel corso del tempo e questo risulta essere particolarmente pericoloso.

Questo atteggiamento rispecchia anche la vita di un agente, infatti se si tratta di un soggetto giovane, il quale ha ottenuto performance buone, tende ad aumentare la fiducia nelle proprie abilità e a incorrere in un rischio maggiore perché può diventare iper-sicuro. Studi hanno infatti evidenziato come l'*overconfidence* in media tende ad essere più alto per gli agenti che sono da poco tempo sul mercato, mentre tende ad abbassarsi per gli altri individui che diventano più oggettivi.

Le evidenze del comportamento *overconfidence* dei soggetti sono state un importante punto per riuscire a capire come gli individui si allontanano dalla perfetta razionalità prevista dalla Teoria Finanziaria Classica.

L'*overconfidence* è la tendenza normalmente più diffusa ma questa non esclude casi in cui si manifesta l'*underconfidence* cioè la troppa poca fiducia nell'attendibilità delle previsioni che vengono ad essere fatte.

Nel 1992 Griffin e Tversky cercano di spiegare l'esistenza di questi due fenomeni che sono uno l'opposto dell'altro. Questi sono riusciti ad evidenziare che i soggetti prendono in considerazione due tipologie di informazioni quando cercano di stabilire qual è il livello di confidenza in una determinata ipotesi. Tali informazioni sono da un lato, la chiarezza dei dati empirici, e dall'altro la validità delle supposizioni perché queste possano avverarsi veramente in un futuro prossimo.

Normalmente però i soggetti non riescono a tener conto di entrambe le informazioni quando affrontano un problema di valutazione.

Richiamando il concetto dell'euristica della rappresentatività questa esplica che il ruolo, dell'evidenza empirica supera il secondo elemento e cioè il suo peso in termini predittivi. Tale affermazione non è però sempre vera altrimenti, ci sarebbero solamente casi di *overconfidence*, infatti si cerca di aggiustare l'impatto della forza dell'evidenza con la sua rilevanza. Un esempio aiuta a chiarire quando si manifesta una situazione di *overconfidence* e quando invece una di *underconfidence*.

Si vuole tentare di valutare se un nuovo prodotto lanciato sul mercato abbia successo o meno fra il pubblico. Prima cosa da fare è riuscire a cogliere le opinioni e più informazioni possibili tra quelli che potrebbero essere i possibili futuri acquirenti. Tali informazioni raccolte potrebbero essere molto specifiche come ad esempio se si tratta di un bel prodotto, se il rapporto prezzo/qualità è coerente o non lo è, se è un bene utile o del tutto inservibile, oppure opinioni non definite come ad esempio se presenta alcune caratteristiche interessanti ma allo stesso tempo si rileva essere eccessivamente costoso. Il secondo step da affrontare, è capire il peso di queste notizie ricevute, e quindi se sono state raccolte tra persone di fiducia o se sono il frutto di ricerche molto più ampie.

La situazione di *overconfidence* è più probabile che si manifesti quando si ha a che fare con delle opinioni che sono ben definite, perché la chiarezza interpretativa in questo caso prevale rispetto all'affidabilità statistica dei risultati. Tale eccesso di fiducia si manifesterà soprattutto quando la raccolta è effettuata su un bacino utenti di numero ristretto e quindi l'affidabilità del dato si dimostra insufficiente. Nel caso contrario, cioè quando si ha un bacino utenti molto elevato, dove andare a raccogliere le opinioni, aumenta di conseguenza anche l'affidabilità statistica dei dati e quindi si assiste ad una diminuzione considerevole dell'*overconfidence*.

Quando le informazioni sono poco definite e indeboliscono di molto la rappresentatività del dato allora probabilmente, si assisterà ad un fenomeno di *underconfidence*.

In questo particolare caso il soggetto non riesce a formulare la valutazione di probabilità oppure prova a farlo ma tenderà ad attribuirgli un intervallo di confidenza soggettivo molto più elevato rispetto a quanto dovrebbe essere in realtà.

Studi empirici hanno mostrato come questo fenomeno è molto più diffuso quando il campione è affidabile statisticamente. Se ad esempio si suppone, a seguito di un sondaggio, che il prodotto ottenga un punteggio pari a 6 su una scala valori che va da 1 a 10, perciò un voto sufficiente perché il prodotto venga lanciato, e riesca a garantire un

risultato economico positivo.

Il soggetto reagirà in maniera differente in base all'atteggiamento adottato e cioè:

- se l'individuo è soggetto ad *underconfidence*, decide di lanciare il prodotto, ma questo potrebbe anche rilevarsi un insuccesso in quanto si hanno dei margini di incertezza che sono molto elevati;
- l'individuo invece soggetto ad *overconfidence*, vedendo il risultato statistico positivo, pensa che vi sia un'elevatissima probabilità che il prodotto riesca a sopravvivere nel mercato e ha prodotto, anche se in modo contenuto, un ritorno economico positivo.

Con questo esempio si vuole cercare di evidenziare come le persone tengono poco in considerazione l'affidabilità statica dei dati, ma preferiscono partire dall'ipotesi iniziale, valutare quali sono i punti di forza e di debolezza, ed infine cercare di evidenziare quali sono i loro intervalli soggettivi di confidenza. Quando si hanno pochi dati ma ben definiti allora prevale l'ipotesi di *overconfidence*, nel caso opposto di campioni molto ampi con opinioni meno definite prevarrà l'ipotesi di *underconfidence*.

### 2.1.5 OTTIMISMO

L'ottimismo può essere visto come una particolare forma di *overconfidence*, infatti con questo termine si può indicare la sovrastima delle proprie capacità ma anche l'abilità di formulare delle previsioni che fanno propendere per il vantaggio personale.

Molte persone spesso manifestano una visione un po' troppo rosea rispetto le loro capacità e le loro proposte (Weinstein, 1980). Nello studio condotto da De Bondt (1998), si può notare come gli investitori tendono ad essere molto più ottimisti sui titoli che essi stessi detengono rispetto a quelli presenti sull'intero mercato. Ecco che nelle decisioni finanziarie, l'ottimismo si ritrova a coprire un ruolo molto importante.

Tipicamente, se si conduce una qualsiasi indagine, oltre il 90 per cento degli intervistati pensa di superare la media in campi quali la guida, la capacità d'andare d'accordo con le persone e come senso dell'umorismo (Legrenzi, 2006). Anche gli investitori non fanno eccezioni, infatti qualsiasi soggetto ritiene che i suoi investimenti possano ottenere dei rendimenti in media più elevati rispetto a quelli di mercato: a sostegno di questo c'è l'indagine di Gallup la quale ha evidenziato come i soggetti sono estremamente convinti

di riuscire ad ottenere rendimenti più elevati rispetto a quelli di mercato, citando come nel periodo 1998-2001 i rendimenti previsti per i propri titoli effettivamente risultavano essere maggiori rispetto a quelli del mercato preso nel suo complesso.

Tale fenomeno viene considerato un comportamento essenziale per gli individui in quanto li aiuta ad affrontare diverse tipologie di problemi e le difficoltà della vita.

È stato dimostrato come, un comportamento pessimista, possa in un certo senso bloccare le persone, impedisce a queste di osare e di fare cose che magari si rilevano profittevoli solo perché rischiose o incerte. Contemporaneamente però bisogna prestare molta attenzione perché questo eccessivo ottimismo e fiducia in sé stessi possono essere alla base di dissesti finanziari ed economici.

A sostegno di questa tesi ci sono studi che evidenziano come esistono degli errori di pianificazione sistematica, infatti spesso i soggetti vogliono prevedere come le attività saranno completate molto tempo prima di quanto in realtà avviene (Buehler, Griffin e Ross, 1994).

Tale fenomeno perciò non deve essere eliminato, ma gli investitori e tutti i soggetti che agiscono nei mercati finanziari devono apprendere tale problema in modo tale da riuscire a contenere e a ridurre il più possibile gli effetti negativi derivanti dall'ottimismo.

#### 2.1.6 CONSERVATORISMO

A partire dal 1968 Ward Edwards mette in luce, per la prima volta, il fenomeno del conservatorismo, indicando con questo termine una sorta di resistenza da parte delle persone nel cambiare le loro idee, le loro opinioni.

Secondo la teoria proposta da tale autore i soggetti aggiustano le loro convinzioni con nuovi elementi che vengono osservati o portati a loro conoscenza, ma questo processo avviene molto più lentamente rispetto a quanto sarebbe avvenuto se si fosse utilizzato il Teorema di Bayes (Barberis, Thaler, 2002). Quindi se si considera il mercato finanziario, i soggetti che adottano un comportamento conservatore, sottostimano le nuove informazioni che vengono portate a conoscenza.

Tali nuove notizie hanno perciò un effetto molto modesto nel prezzo del titolo, proprio perché le informazioni vengono assorbite molto lentamente dai prezzi, portando a

generare sotto-reazione e autocorrelazione nel breve periodo.

Quindi mentre nel caso della rappresentatività si giunge ad una sotto-ponderazione del tasso base, in questa particolare situazione invece si trova ad avere il tasso base che è sopravvalutato rispetto al campione di riferimento. Un esempio apportato da Edwards (1968) a sostegno di questa teoria può essere il seguente.

Ci sono due urne una contiene 3 palline blu e 7 rosse mentre l'altra urna ne contiene 7 blu e 3 rosse. Si effettua un sorteggio di 12 palline da una delle due urne e il risultato è di 8 palline rosse e 4 blu estratte casualmente. Si domanda infine quale sia la probabilità che le palline estratte provengano dalla prima scatola. Sebbene la risposta corretta secondo il Teorema di Bayes sia 0.97, le persone "conservatrici" aggiornano le loro credenze e le loro opinioni molto più lentamente, stimando un numero attorno allo 0.7, questi apparentemente sembrano sovrastimare il tasso di 0.5.

A prima vista, si potrebbe affermare che il conservativismo sia in netto contrasto con la rappresentatività, ma in realtà non è proprio così infatti ci possono essere casi in cui questi combaciano pienamente. Infatti se consideriamo un campione dati che è rappresentativo di un modello sottostante, le persone tendono a sovrastimare i valori, contrariamente però se i dati non sono rappresentativi di un determinato modello, allora le persone reagiscono poco e si basano quasi esclusivamente sulle loro opinioni e le notizie pregresse. Ad esempio nell'esperimento sopra citato, il sorteggio di 8 palline rosse e 4 blu non è particolarmente rappresentativo di una specifica urna e questo ha come possibile conseguenza un eccessivo affidamento alle informazioni che si possedevano in precedenza e quindi un attaccamento al conservatorismo.

Nel 1992 gli studiosi Tversky e Griffin hanno cercato di elaborare i concetti di forza e di peso delle informazioni stesse. Tale studio ha cercato di porre l'attenzione sulla forza e quindi la capacità di riuscire a recuperare una determinata informazione dalla memoria, mentre il peso sia considerato più come la miscelazione delle prove e ha un'impronta di rilevanza più statistica, e vengono considerati ad esempio la numerosità del campione analizzato, la storia e le esperienze passate, nonché altre variabili.

Il risultato è che i soggetti quando cercano di aggiornare le loro opinioni molto spesso attribuiscono troppa importanza alla forza, e facendo così non si soffermano sufficiente sul peso delle nuove informazioni che ricevono. In caso allora ci si trova di fronte ad un recupero dalla memorie delle informazioni molto elevato, perché alle nuove notizie

diffuse si attribuisce un peso consistente ma una forza molto ridotta e tutto questo fa sì che si sviluppi ancora di più il conservatorismo, infatti i decisori, si trovano ad essere poco influenzati dalla ridotta significatività e reagiscono in maniera troppo eccessiva in quanto tendono a dare troppa importanza a segnali che si presentano sì come rilevanti ma in realtà sono statisticamente deboli.

Tale principio trova numerosi campi di applicazione soprattutto in ambito finanziario, inoltre molti autori ritengono che questo costituisca la base del fenomeno dell'*underreaction*.

### 2.1.7 OVERREACTION E UNDERREACTION

L'*overreaction* è un fenomeno distorsivo presente nei mercati finanziari. Questo si manifesta quando nel mercato giungono nuove informazioni che riguardano determinati titoli, nel lungo periodo si assiste perciò, ad un aumento sproporzionato del loro valore. Significa che con questo fenomeno i prezzi dei titoli “sovrareagiscono” alla nuova informativa.

Contributi fondamentali allo studio sono giunti da De Bondt e Thaler (1985 e 1987), i quali hanno evidenziato come esista un collegamento tra i comportamenti di mercato e la psicologia individuale e questo porta a porre l'attenzione su argomenti quali il grado di prevedibilità e conseguentemente all'assenza di efficienza nei mercati. Gli investitori infatti non reagiscono in proporzione alle informazioni che ricevono, ma in alcuni casi potrebbero manifestare un atteggiamento eccessivo e ciò potrebbe spingere i prezzi oltre il loro valore di mercato considerato giusto, equo (Lo 1999).

Questo è contrario a quanto afferma l'ipotesi dei mercati efficienti secondo cui i prezzi riflettono in qualsiasi momento l'informativa presente sul mercato, e gli investitori più preparati possano facilmente ottenere degli extra-profitti sfruttando la propria conoscenza.

Di solito, nei periodi successivi alla pubblicazione delle informazioni che riguardano un particolare titolo, si assiste ad un fenomeno particolare e cioè si vede come il rendimento medio di un'azione, a seguito di notizie buone, è nettamente inferiore rispetto al medesimo rendimento qualora le notizie fossero state negative. Questo sta a significare che inizialmente il titolo ha rendimento eccessivo rispetto alle nuove notizie,

ma poi si aggiusta offrendo rendimenti minori nei periodi successivi.

L'effetto opposto è quello di *underreaction* in cui quando si entra in possesso di una nuova informazione che concerne un determinato titolo, si assiste nel breve periodo ad una sotto-reazione nel prezzo di quel titolo specifico.

La dimostrazione di quanto appena visto si ha quando si riceve per esempio una buona notizia, quale può essere ad esempio un annuncio sugli utili e quindi si può vedere come i prezzi continuano a salire anche dopo la positiva reazione iniziale. Contrariamente invece se si riceve una notizia negativa si può vedere come i prezzi continuano a scendere anche dopo la negativa reazione iniziale. A questa conclusione sono arrivati anche autori quali Barberis, Shleifer e Vishny (1998), i quali affermano che il titolo appena esce la notizia sotto-reagisce a questa, salvo poi aggiustare il suo comportamento e quindi ottenere dei rendimenti superiori in periodi successivi, generalmente il tutto avviene entro l'anno.

Tipicamente si riconduce il termine di *underreaction* al concetto di conservatorismo e il concetto di *overreaction* a quello di rappresentatività. Per questo motivo gli studiosi Barberis, Shleifer e Vishny (1998) hanno ripreso il modello proposto nel 1992 da Tversky e Griffin, basato su due concetti fondamentali e cioè il peso e la forza dell'informazione e hanno elaborato un'unica teoria che fosse in grado di spiegarli entrambi. La conclusione a cui sono arrivati è la medesima citata prima ovvero, che i soggetti attribuiscono più importanza alla forza rispetto al peso di ogni notizia nuova ricevuta. Perciò ci si trova nel caso dell'*overreaction* quando ci sono annunci che hanno molta forza e poco peso e nel caso opposto cioè quando ci troviamo con notizie con molto peso e poca forza si parla di *underreaction*.

### 2.1.8 LOSS AVERSION

L'avversione alla perdita è stata analizzata parlando della *Prospect Theory* formalizzata da Tversky e Khaneman. Tale euristica stabilisce che, per la maggior parte dei soggetti, evitare una situazione di perdita è molto più importante che riuscire a realizzare un guadagno. Si presta particolare attenzione alle perdite piuttosto che ai guadagni.

Questo principio può essere collegato ad una specie di istinto di sopravvivenza, inoltre viene evidenziato come, la stessa decisione possa portare a formalizzare delle

preferenze differenti da parte dei soggetti a seconda che questo venga formulato in termini di possibili vincite oppure in termini di perdite. Una diretta conseguenza di questo è che due sistemi assolutamente differenti di porre un medesimo problema, potrebbe condurre i soggetti a prendere delle decisioni diverse, questo avviene in quanto le persone mostrano una maggiore sensibilità per le perdite rispetto ai guadagni.

Un esempio a sostegno di quanto affermato potrebbe essere che le persone sono più propense a rinunciare a un possibile sconto su un determinato prezzo piuttosto che accettare un aumento di questo. Gli individui fanno una scelta anche se l'effetto tra il prezzo iniziale e il prezzo finale è il medesimo, non si verifica alcun cambiamento.

Studi hanno evidenziato come una perdita nell'individuo pesa in termini emotivi circa 2.5 volte di più di un guadagno che presenta la medesima ampiezza e giustificano gli individui che hanno una pronunciata avversione al rischio e alla perdita. Altrimenti per riuscire ad accettare il rischio di una perdita questa dovrebbe essere "garantita" da un elevato incremento nella non sicura vincita.

Gli individui si trovano a valutare in maniera completamente differente il fatto di aggiungere dei nuovi beni o una somma di denaro al loro patrimonio, o di perdere una parte di questo, e le valutazioni avvengono senza considerare il patrimonio finale. Piattelli Palmarini afferma che *"oltre alla segregazione, entra in gioco un nuovo bias che è quello di essere diversamente atteggiati, a seconda che sia una scelta in un contesto di certezza o di probabilità. Gli individui si comportano in modo conservatore se si tratta di una vincita, sono invece avventuristi in situazioni di perdita"*.

### 2.1.9 AVVERSIONE PER AMBIGUITA'

Uno dei temi su cui si sono svolte molte ricerche e studi riguardano le scelte prese in condizione di ambiguità o di assoluta incertezza nelle probabilità associate agli esiti di determinati eventi.

Tale euristica è nota anche come *"paradosso di Ellsberg"*. In tale esperimento (1961) si prendono in considerazione due urne ognuna delle quali contiene, al suo interno, 100 palline di colore rosso e bianco. La prima si sa per certo che contiene 50 palle rosse e 50 bianche, mentre della seconda urna non si conosce la composizione con precisione. Viene vinto un premio qualora si riuscisse ad estrarre una pallina di colore rosso.

Ellsberg ha ottenuto come risultato una preferenza da parte dei soggetti di estrarre la pallina dall'urna dove si conoscevano dall'inizio le probabilità, piuttosto che dalla seconda dove queste erano sconosciute.

Studi successivi (Mondadori, 1990) hanno riproposto l'esperimento e hanno ottenuto il medesimo risultato. Tali soggetti però non si rendono conto che in entrambe le urne la probabilità di riuscire ad estrarre una pallina rossa è sempre del 50 per cento. La risposta razionalmente corretta prevede che gli individui siano indifferenti rispetto alla scelta dell'urna da dove estrarre la pallina. Si può notare perciò come attraverso questo esperimento, i soggetti preferiscono le situazioni dove si riesce a valutare le probabilità rispetto a quelle situazioni completamente ambigue. Quindi la certezza è preferita rispetto ad un esito che è completamente incerto.

I soggetti normalmente sono avversi sia al rischio che all'ambiguità, tale ambiguità deriva maggiormente dalla mancanza delle informazioni che permette di valutare la probabilità di ottenere un determinato risultato.

Heath e Tversky (1991), in un loro studio, hanno posto l'attenzione su come i soggetti in situazione di forte incertezza, scartano a priori eventi poco probabili e si concentrano invece su situazioni in cui ritengono di essere più informati e quindi si sentono più competenti.

Questi studiosi hanno condotto un esperimento nel quale, si chiedeva ai partecipanti di scommettere in differenti campi quali ad esempio il risultato delle elezioni politiche, di alcune partite di calcio, e di un'estrazione casuale da un'urna con composizione però conosciuta. Gli esiti hanno evidenziato come, le diverse persone scelgono materie differenti in base alle competenze che ritengono di possedere.

Tali esiti sono stati estesi da Fox e Tversky (1995), i quali hanno evidenziato come i diversi soggetti, che quindi possiedono conoscenze e competenze singolari che li contraddistinguono, cercheranno di scommettere, quasi sempre, sull'evento più familiare e più conosciuto. Questo punto viene chiamato ignoranza comparata.

Inoltre una scommessa, diviene ancora meno attraente quando si apprende che, individui più informati la stanno valutando, perciò il confronto con questi fa riflettere e pensare di essere meno informati e quindi quel gioco diventa meno attrattivo.

Studi recenti hanno posto l'attenzione sul ruolo giocato dalle emozioni all'interno di questa euristica. Rubatelli, Rumiati e Slovic (2010) cercano di evidenziare come, le

reazioni affettive possono essere utilizzate in maniera migliore quando si hanno da esaminare due alternative presentate congiuntamente rispetto a quando queste sono esaminate separatamente. Altri studi (Peters et al., 2006), invece sono assolutamente discordi con quanto affermato, infatti secondo questi, le emozioni dovrebbero essere utilizzate come *feedback* quando i soggetti non possiedono notizie sufficienti e quindi non riescono a valutare correttamente tutti gli stimoli.

Rubatelli (2010), ha evidenziato come nel paradosso di Ellsberg, nel caso in cui entrambe le urne presentino un contenuto incerto, i sentimenti riescono a spiegare l'incoerenza che esiste tra stimoli che presentano il medesimo livello di incertezza.

Si può concludere affermando che, i diversi soggetti sono avversi all'ambiguità e quindi in situazioni fortemente competitive, in cui non hanno a disposizione abbastanza informazioni o non si sentono sufficientemente competenti, opteranno per una decisione certa piuttosto che per una rischiosa, contrariamente se si sentono competenti e hanno informazioni allora adotteranno un comportamento che va a favore dell'ambiguità.

#### 2.1.10 ALTRE EURISTICHE

Fino a questo momento ci si è limitati a spiegare quali sono le euristiche principali che compongono la Finanza Comportamentale. Queste sono quelle che hanno ottenuto maggior successo in ambito accademico e sono anche le più studiate. Di principi teorici però ce ne sono molti altri, da tenere in considerazione ed analizzare seppur minori in quanto non hanno ancora ottenuto la necessaria evidenza e non sono stati approfonditi empiricamente come quelli analizzati in precedenza.

Si possono indicare come euristiche che incidono sulla valutazione *ex post* delle conseguenze di una determinata decisione quelle della *confirmation bias*, cioè spesso i soggetti si trovano a sopravvalutare il peso dell'evidenza che li ha condotti a prendere quelle determinate decisioni, sottovalutando completamente tutte le informazioni, nuove o passate, che li porterebbero a valutare altre alternative possibili.

L'*illusione del controllo* molte volte i soggetti pensano che per raggiungere un determinato risultato ciò che risulta essere importante sia l'abilità e trascurano completamente il fato. In un caso estremo l'illusione può portare a vedere situazioni controllabili anche quando queste normalmente sono considerate casuali. A supporto di

quanto affermato si fa riferimento allo studio di Langer (Rumiati, 1991), il quale cercò di analizzare i comportamenti dei dipendenti di un'azienda che hanno partecipato ad una lotteria e hanno poi dovuto quantificare il prezzo di tali biglietti. Ad alcuni di questi venne data la possibilità di scegliere personalmente il ticket ad altri invece questo viene ceduto da un collega. Il risultato dell'esperimento ha evidenziato come il prezzo di coloro che hanno scelto personalmente il biglietto fosse quattro volte più alto rispetto agli altri.

Una modalità particolare di forma di controllo illusione è il *wishful thinking* cioè il pensiero basato sul desiderio. Questo è un fenomeno particolare in quanto vede un evento come più probabile che si manifesti rispetto agli altri solo perché è considerato più desiderabile. In questo modo i soggetti si trovano a rischiare di più rispetto a quello che farebbero nel caso in cui si affidassero ad informazioni certe ed oggettive.

In questa euristica si possono individuare perciò situazioni del tutto casuali dove comunque si riscontrano elementi di certezza, e poi vi è la situazione inversa dove la prevedibilità è l'elemento predominante ma comunque si riscontrano elementi casuali che non possono essere previsti con sicurezza.

Il "senno di poi" chiamato *hindsight* cerca di ricostruire il passato in modo quasi del tutto deterministico, come se fosse il risultato di un insieme ordinato e ben definito di eventi. In questa situazione tutto sembra prevedibile con precisione, ma in realtà ci sono tutto un insieme di relazioni che sono riscontrate solamente a posteriori e che possono supportare tale prevedibilità. Ad esempio ogni giorno si può commentare l'andamento dei mercati, si cerca perciò di spiegare i motivi del perché il prezzo del titolo è salito o sceso e l'impatto che questo provoca, come se in un certo senso si sapessero in anticipo tali cause. Ma questo non è possibile altrimenti molti investitori, se avessero conosciuto l'evolversi dei fatti, si sarebbero comportati sicuramente in modo differente e conseguentemente il titolo avrebbe avuto un andamento ancora diverso.

Le distorsioni provocate dal *hindsight* sono dovute al fatto che dopo l'accadimento di un determinato fatto si tenta in tutti i modi di sovrastimare la probabilità ex-ante (Rumiati, 1991). Questa euristica non può essere presa in considerazione quando si emettono dei giudizi che riguardano situazioni fortemente variabili. Si deve però considerare che, quando si fanno delle valutazioni sul futuro, bisogna cercare di non dimenticare ciò che è accaduto nel passato, e tale esame del passato risulta essere il momento giusto per

riuscire a esprimere un voto sulla validità delle scelte che sono state effettuate.

*L'effetto donazione* per ultimo cerca di mettere in evidenza come un determinato oggetto acquisti due valori differenti a seconda dal caso in cui l'individuo lo possiede o nel caso in cui lo si debba acquistare. Esperimenti hanno potuto evidenziare come il valore del bene sia più elevato nel caso in cui questo faccia già parte della loro donazione. Alcuni studiosi hanno cercato di dare un'interpretazione inversa del fenomeno considerandolo sotto il punto di vista delle perdite, ovvero il dispiacere legato alla perdita di un determinato oggetto che fa parte del patrimonio del soggetto è nettamente maggiore rispetto all'acquisto del medesimo bene.

Altre euristiche più propriamente legate alla sfera emotiva che possono essere ricordate sono la *teoria del rimpianto*, questa può comportare conseguenze molto pesanti, infatti i soggetti molto spesso cercano di evitare il dispiacere provocato dalle conseguenze di una decisione sbagliata che è stata presa. A tale euristica si collega la *dissonanza cognitiva*, cioè lo stato d'animo che i soggetti si trovano a provare quando realizzano che la decisione presa è completamente errata. Spesso posti davanti a questa realtà i soggetti adottano comportamenti del tutto irrazionali, quali ad esempio cercare di evitare o non dar credito alle nuove informazioni che vengono in loro possesso, oppure cercare notizie che possano confermare la loro decisione così da mantenere la propria opinione invariata (McFadden, 1999).

Da questa teoria del rimpianto nasce un altro fenomeno l'*attribution bias* cioè si cerca di attribuire la responsabilità delle decisioni errate ad una causa esterna e imprevedibile.

La *teoria del comportamento imitativo* serve per spiegare almeno in parte determinati fenomeni di massa, questo si ricollega sia alle dinamiche dei mercati finanziari ma anche a fenomeni che non hanno un diretto impatto economico (possono essere un esempio le mode nel vestire, nelle destinazioni di viaggi..).

Una definizione di tale concetto viene data da Devernon-Welch (1996) dove viene vista come dei comportamenti correlati tra gli individui. Secondo questa perciò i soggetti tendono ad assumere comportamenti simili senza però nessuna coordinazione od organizzazione.

Il *mental accounting* è il processo mentale per mezzo del quale i soggetti riescono ad organizzare, dare una valutazione e tenere conto di tutte le operazioni economico-finanziarie (Thaler, 1985 e 1999). Come avviene nella contabilità ordinaria anche qui le

persone adottano un sistema contabile mentale, risulta perciò essere importante per capire in che modo utilizzare le risorse, così da controllarle evitando che vengano sprecate o impiegate in maniera non ottimale. Thaler afferma che gli individui tengono il loro denaro in un vero e proprio sistema mentale cercando in questo modo di creare diversi budget nei quali confluiscono le spese e al contempo cercano di suddividere in categorie la ricchezza e il reddito.

Tale *mental accounting* non rispetta il principio di piena sostituibilità delle risorse finanziarie, ampiamente sostenuto dalla Teoria Economica Tradizionale, quindi assumono valori totalmente diversi a seconda del valore d'uso e della provenienza. Thaler (1999) propone una nuova definizione di *mental accounting* nella quale rientrano tre aspetti fondamentali. Il primo riguarda il modo secondo cui i risultati vengono percepiti dai soggetti e valutati da questi. Il secondo aspetto prende in considerazione l'assegnazione delle risorse, delle fonti e la destinazione di tali fondi a conti mentali ben individuati. L'ultimo livello riguarda invece la costanza con cui i soggetti analizzano il saldo e l'andamento dei conti mentali.

Altra euristica da prendere in considerazione è l'effetto dell'*home bias* ovvero gli investitori spesso investono in titoli in mercati domestici, ma così facendo non riescono a cogliere le opportunità che solo una diversificazione internazionale può offrire. Uno dei primi studi in tale campo risale al 1991 da parte di French e Poterba i quali evidenziarono come gli investitori statunitensi, britannici e giapponesi allocavano una percentuale molto elevata dei propri titoli nei mercati domestici. Gli studiosi cercarono di dare una spiegazione a tale fenomeno quali vantaggi fiscali, minori costi di transizione o l'essenza di limitazioni politiche, ma la maggioranza di queste ipotesi non trovava fondamento.

Baxter e Jerman (1997), hanno evidenziato come questo fenomeno diventa ancora più complesso qualora si considera, nelle attività degli investitori, anche il capitale umano. Inoltre l'*home bias* porta anche alla non diversificazione dei portafogli, quindi non solo si perdono i vantaggi derivanti dalla diversificazione internazionale ma si investe anche in pochi titoli correlati tra di loro (Goetzmann e Kumar, 2005).

Si può concludere affermando che i titoli domestici sono quelli che l'investitore vede come familiari, che in un certo senso conosce e quindi preferisce rispetto agli altri che sono visti come sconosciuti. Inoltre questa familiarità fa sentire gli individui più sicuri

nelle loro competenze e questo favorisce da un lato, l'ottimismo e cioè il sovrastimare le proprie abilità e il formulare delle previsioni che propendono verso il loro interesse, e dall'altra parte favorisce l'*overconfidence* cioè una sottostima del rischio che si corre e della volatilità. Tutto questo si accompagna ad una sovrastima degli investimenti che riguardano aziende in cui i soggetti lavorano, oppure sono clienti o semplicemente perché posizionati vicino geograficamente (Coval-Moskowitz, 1999; Huberman, 2001).

### 2.1.11 IL DEBIASING

Si accusa la Finanza Comportamentale di descrivere quali sono i principali errori cognitivi che vengono commessi dagli investitori, e le ripercussioni che queste causano nel mercato senza però far nulla per correggerli. Studi recenti hanno individuato il processo di *debiasing* attraverso il quale si cerca di porre rimedio a tali errori comportamentali. Queste sono tutto un insieme di procedure che permettono di correggere, se non eliminare completamente, tutti gli effetti che derivano dai *bias* e dalle euristiche (Fischhoff, 1982).

Un primo passo, verso la correzione delle anomalie, risulta essere quello di riuscire a far comprendere ai soggetti stessi i comportamenti sbagliati che hanno adottato, ma si rileva essere rischioso a causa delle convinzioni fortemente radicate di questi e difficili da riuscire a cambiare. Importante è spiegare al soggetto l'errore commesso e le cause che questo ha comportato, attraverso l'utilizzo di esempi, meglio se personali, nei quali il medesimo errore si è ripetuto.

Le tecniche di *debiasing* da utilizzare variano a seconda dell'errore o dell'euristica che si prende in considerazione e si analizza.

Uno tra i primi ad analizzare tale fenomeno è stato Fischhoff (1982), il quale ha cercato di individuare i metodi che si sarebbero dovuti utilizzare per riuscire ad attuare in maniera corretta un programma di correzione degli errori stessi. Tale processo dovrebbe comprendere l'utilizzo di strumenti singoli e in comune. Le tecniche che maggiormente vengono prese in considerazione sono: l'avviso (*warning*) il quale ha il semplice compito di dare un messaggio all'individuo che in quella particolare circostanza sta commettendo un errore, il *feedback* che illustra quali sono le conseguenze dell'errore con riferimento alla situazione personale che si sta vivendo ed infine l'ultimo strumento

che è il *trading* cioè il momento in cui il nuovo comportamento viene ad essere adottato in contesti che possono risultare anche parecchio diversi gli uni dagli altri.

Se si fa riferimento all'ancoraggio e si decide di voler utilizzare semplicemente il *warning* per la correzione degli errori, i soggetti devono cercare di capire inizialmente, qual è l'ancora mentale, cioè il dato che risulta essere significativo date le informazioni che si hanno a disposizione, e durante l'intero processo si deve vedere se questo continua ed essere significativo e quindi continua a rappresentare un buon punto di riferimento oppure se si necessitano di aggiustamenti. In questo particolare caso bisogna cercare di mettere in dubbio le idee personali e chiedersi se sono veramente significative da un punto di vista decisionale.

Si manifestano delle visioni discordi per quanto riguarda la validità di questi strumenti di *debiasing*, come si è potuto notare nel caso precedente la sola tecnica del *warning* risulta essere insufficiente per riuscire a spiegare appieno l'errore derivante dall'ancoraggio, una spiegazione più dettagliata sarebbe stata ottenuta collegando tale tecnica con quella di *feedback* e di *training* (George et al. 2000).

Il *learning by doing* risulta essere il processo più incisivo, e per questo motivo il più utilizzato in quanto permette di capire più facilmente l'errore commesso, permette di individuare le conseguenze che si sono manifestate a seguito di questo, e di tutte le azioni che si sono dovute intraprendere per riuscire a ridurre, se non eliminare completamente, l'effetto negativo.

A sostegno di questa tesi è stato condotto un esperimento da parte di Weber e Welfens (2008), i quali prendendo in considerazione un set di dati sperimentali e un set di dati che provenivano dalla movimentazione dei portafogli da parte di un campione di clienti di un broker tedesco, hanno potuto evidenziare come tale tecnica di *training* in parte risolveva il problema della *disposition effect*. Hanno infatti notato come man mano che l'esperienza aumentava i soggetti erano sempre più propensi a mantenere in portafoglio titoli che ottenevano performance positive e a vendere quelli permanevano anche se ottenevano risultati negativi.

Si nota perciò come l'addestramento e le tecniche che vengono impiegate si dimostrano essere estremamente utili per riuscire a risolvere gli errori psicologici ed emotivi. Come ad esempio l'avversione alla perdita o l'avversione alla perdita certa, non sono errori cognitivi ma errori psicologici e quindi particolarmente difficili da riuscire a risolvere,

non solo perché si tratta di modi di ragionare che sono ormai parte del nostro essere e quindi fortemente radicati ma anche perché quando si agisce in ambito economico e finanziario il processo di controllo risulta essere particolarmente lento.

Infatti nel caso in cui si ha un *feedback* veloce e chiaro il processo di apprendimento si dimostra essere molto più agevole, contrariamente in caso di *feedback* poco trasparente l'apprendimento è minore. Perciò, come si è detto in precedenza, l'esito delle decisioni finanziarie si dimostra essere poco chiaro e gli effetti dei loro esiti si vedranno solamente nel medio-lungo periodo. Tale risultato poco chiaro non dipende unicamente dalle scelte prese dall'investitore ma incidono anche fenomeni di natura esterna e quindi non controllabili direttamente, ecco che il soggetto in caso di esiti positivi tenderà ad attribuire a sé stesso il merito di questi, in caso contrario invece attribuirà la colpa ad un fenomeno esterno.

La riuscita o meno degli investimenti si osserva nel corso del tempo e questo rende ancora più problematica l'individuazione degli errori commessi dall'investitore e di conseguenza la loro correzione.

Altri studi, riguardanti le tecniche di *debiasing*, hanno cercato d'andare ad analizzare le opzioni che si dimostrano essere alternative rispetto a quella principale, cioè il progetto nel quale i soggetti si trovano a decidere (Hirt e Markman, 1995).

Nell'ancoraggio ad esempio si può considerare la "*consider-the-opposite-strategy*" cioè è la pratica secondo la quale i soggetti si trovano a valutare l'infondatezza dell'informazione che in un determinato progetto viene considerata l'ancora (Mussweiler et al. 2000). Tale strategia può risultare particolarmente utile per quanto riguarda il contenimento del fenomeno dell'*overconfidence* e del *confirmation bias*, ma anche della distorsione legata al "senno di poi", infatti la possibilità di prendere a riferimento più alternative e porle a confronto può portare ad ottenere dei risultati più soddisfacenti, ma in tal proposito gli autori hanno delle opinioni che possono essere contrastanti, l'evidenza non è affatto univoca (Sanna e Schwarz, 2002).

Per la comprensione e la correzione delle più importanti anomalie comportamentali un'importanza rilevante la ricopre la "*formazione cognitiva*", infatti molti studi hanno evidenziato come le persone una volta che sono state istruite davanti a dei processi decisionali si trovano ad applicare le regole fondamentali delle leggi di probabilità piuttosto che le euristiche (Fong et al. 1986).

Le procedure di *debiasing*, come affermato, risultano essere particolarmente difficili da eseguire ecco perché molto spesso ci si affida ad un soggetto esterno, quale può essere ad esempio il consulente finanziario. I soggetti di solito, possono essere affetti dal *narrow framing*, ossia la tendenza da parte degli individui a soffermarsi troppo sul problema che si sta affrontando, non considerando tutto ciò che lo circonda, quindi perde la visione d'insieme, ecco perché il punto di vista di un soggetto esterno del tutto imparziale può risultare particolarmente utile.

Le tecniche di *debiasing* si rilevano perciò particolarmente utili per riuscire a correggere gli errori che derivano dai *bias* e dalle euristiche però bisogna prestare particolare attenzione alle caratteristiche percettive e psicologiche possedute da ciascun individuo. Proprio per questo motivo le Autorità di Vigilanza dovrebbero elaborare delle misure a tutela, che in parte tengano in considerazione queste componenti psicologiche e del tutto irrazionali che spingono l'investitore a comportarsi in un determinato modo.

Euristiche ed errori cognitivi		
Euristiche	Descrizione	Errori
Rappresentatività	I soggetti basano le loro opinioni su stereotipi e situazioni familiari, quindi non valutano tale evento in maniera oggettiva considerando le reali caratteristiche.	Mancanza di valutazione oggettiva di un determinato fenomeno
		Sottovalutazione del campione di soggetti che si prende a riferimento
		Definire una probabilità sulla base della somiglianza, può indurre l'individuo a sovrastimare la probabilità di due eventi congiunti e sottostimare quella di due disgiunti.
Disponibilità	Nell'acquisire le informazioni necessarie, i soggetti vengono condizionati dalla facilità con cui queste sono richiamate nella mente degli individui, in quanto eventi avvenuti recentemente o vissuti personalmente.	Gli individui considerano gli eventi più facili da ricordare come più numerosi anche se presentano una frequenza uguale ad altri che non vengono considerati perché più difficili da ricordare
		Nel caso in cui l'evento non si sia mai manifestato e quindi non si possa recuperare dalla memoria, si procede alla costruzione di scenari con la possibilità di commettere degli errori (recuperabilità).
Ancoraggio	Gli individui nel prendere delle decisioni partono da un dato iniziale, che funge da ancora, e procedono con aggiustamenti in base alle informazioni nuove che ricevono.	Decisioni risultano fortemente sbilanciate verso il dato iniziale, che funge da ancora.
		I soggetti tendono a scommettere di più pur di mantenere inalterato in proprio status quo.
Overconfidence Underconfidence	Il soggetto sovrastima/sottostima le proprie capacità, abilità.	Maggior movimentazione del portafoglio titoli ma questo si traduce in guadagni più bassi.
Conservatorismo	Resistenza da parte degli individui, a cambiare le proprie idee, convinzioni, anche se queste si dimostrano essere non corrette.	Autocorrelazione positiva nel breve periodo.
Overreaction/Underreaction	Reazione eccessive o negative dei prezzi dei titoli al giungere di una nuova informazione	I rendimenti dopo la pubblicazione di una good news, sono superiori rispetto al rendimento medio che si avrebbe in seguito alla pubblicazione di una bad news
		Il rendimento medio di un titolo, dopo la pubblicazione di una good news, è inferiore rispetto a quando si pubblica una bad news.
Loss Aversion	I soggetti evidenziano una certa avversione alla perdita	Gli individui si dimostrano essere maggiormente sensibili ad una diminuzione della ricchezza rispetto che ad un suo aumento
Avversione per l'ambiguità	Atteggiamento dei soggetti ostile nei confronti di tutte quelle situazioni di incertezza e ambiguità	Si privilegiano situazioni in cui le probabilità sono note rispetto ad eventi incerti Preferenza per situazioni familiari
Senno si poi	Formulare giudizi a posteriori, sovrastimando la probabilità di prevedere l'evento	Sovrastima della probabilità ex-ante, anche se questa non provoca i risultati sperati.
Effetto dotazione	Il soggetto attribuisce due valori differenti ad un bene a seconda che lo possieda o lo debba acquistare	Tendenza dei soggetti ad attribuire un valore più elevato al bene che fa già parte del patrimonio dell'individuo.
Rimpianto	Soggetti cercano di evitare il dispiacere provocato da una scelta sbagliata	Rimpianto da omissione e il rimpianto da commissione
Mental accounting	Processo mentale attraverso il quale i soggetti riescono ad organizzare, dare una valutazione e tener conto di tutte le operazioni economiche e finanziarie.	I conti vengono chiusi con una frequenza dettata dalle regole mentali del soggetto che separano la valutazione dei guadagni da quella delle perdite.

**Tabella 2.1** *Riassunto dei principali comportamenti distortivi*

## 2.2 APPLICAZIONE DEI PRINCIPI TEORICI AI MERCATI FINANZIARI

Riuscire a trovare un'applicazione reale ai principi teorici analizzati in precedenza può risultare particolarmente difficoltoso.

La Finanza Comportamentale cerca di fornire una spiegazione a specifici problemi finanziari, cosa che invece non può accadere con la semplice Teoria Tradizionale.

In questo paragrafo si andrà ad analizzare l'*equity premium puzzle* e il *volatility puzzle* che cercano di spiegare il comportamento del mercato azionario aggregato. Si passerà poi ad analizzare il *disposition effect*, cioè si pone l'attenzione al singolo soggetto che investe sul mercato. Terzo ed ultimo è il fenomeno del *closed-end puzzle*, dove si considerano la gestione dei grande capitali e quindi si guarda al comportamento sul mercato degli investitori istituzionali.

### 2.2.1 THE AGGREGATE STOCK MARKET

Nel mercato azionario si possono individuare due comportamenti particolarmente interessanti che vengono denominati:

- *equity premium*, che può essere spiegato come la differenza tra il rendimento del mercato azionario e quello dei titoli di Stato. Un primo esempio che può essere preso in considerazione è quello proposto nel 1999 da Campbell e Cochrane che hanno analizzato i rendimenti delle azioni di S&P 500 durante il periodo dal 1871 al 1993, e hanno potuto notare come questi siano stati maggiori dello 3.9% rispetto ai tradizionali titoli emessi dalle aziende americane. Tale differenza di rendimenti dovrebbe essere molto inferiore (Barberis, Thaler, 2002);
- *volatility*, questa serve a misurare l'incertezza futura di un determinato strumento finanziario, cerca perciò di misurare la variabilità del suo rendimento e il rischio che inevitabilmente accompagna un investimento effettuato in strumenti finanziari. Se si considera i medesimi dati presenti nell'esempio precedente i due studiosi hanno notato come la deviazione annuale standard dei rendimenti in eccesso sullo S&P 500 sia 18%, mentre la deviazione standard annuale del rapporto prezzo-dividendo sia dello 0.27. La volatilità perciò nel mercato azionario risulta essere molto più elevata, infatti si nota facilmente come il livello dei prezzi dei titoli nel mercato

azionario risulta avere degli andamenti di variabilità spesso eccessivi (Barberis, Thaler, 2002).

Campbell e Cochrane (1999) hanno proposto un contesto in cui i cambiamenti dei consumi rispetto alla consuetudine porta a cambiamenti di avversione al rischio e quindi variazione nell'indici P/D. Questa variazione aiuta a colmare il divario tra la volatilità della crescita dei dividendi e la volatilità dei rendimenti.

La *volatility* può essere suddivisa in due diverse tipologie a seconda che il focus principale siano le credenze o le preferenze.

Per quanto riguarda le credenze si possono individuare diverse spiegazioni. Una tra queste può essere quella che molti investitori credono che il tasso di crescita del dividendo medio risulta essere maggiormente variabile rispetto a quanto lo sia in realtà. Infatti se si nota che i dividendi stanno aumentando, e tale crescita risulta essere troppo veloce per avere la convinzione che anche il tasso di crescita del dividendo medio aumenti, tale processo non fa altro che innalzare la volatilità e si assiste ad un allineamento tra i prezzi e i relativi dividendi. Altra credenza si basa sulle informazioni private possedute dall'individuo e sulla fiducia che questo ripone su di esse. Se si considera un soggetto, inizialmente questo formula la propria personale opinione circa la futura evoluzione dei flussi di cassa, sulla base dell'informazione pubblica presente sul mercato. Poi però, svolgendo indagini personali, raccoglie anche informativa privata e ripone troppa fiducia in queste nuove notizie. Tale processo porta a sopravvalutare la nuova informativa a discapito della precedente.

Se tale notizie sono "*good*" questo non farà altro che aumentare la volatilità in quanto i prezzi diventeranno troppo elevati rispetto ai dividendi attuali.

Altro focus invece riguarda le preferenze, un primo studio è stato effettuato da Barberis, Huang e Santos (2001) dove notano come il grado di avversione alle perdite non è il medesimo in qualsiasi circostanza ma viene a dipendere dai guadagni e dalle perdite precedenti. Thaler e Johnson (1990), mostrano come i soggetti successivamente a guadagni accettano scommesse che normalmente rifiuterebbero, mentre a seguito di perdite si trovano a non considerare alternative che invece normalmente farebbero. Il primo caso molte volte viene ricondotto al termine di "*house money effect*", che indica la crescente disponibilità degli

investitori ad accettare scommesse. Una possibile interpretazione di questo fenomeno può essere quella secondo la quale le perdite risultano essere molto meno dolorose, quando si susseguono dei guadagni, in quanto tale ammanco viene in parte colmato dei futuri ricavi. Non è da dimenticare comunque che i soggetti, che sono stati colpiti da una forte perdita, diventano molto più cauti per non incorrere in ulteriori sottrazioni. Molto spesso accade che se ci sono state *good news*, il mercato reagisce in modo molto positivo e questo può spingere gli investitori a rischiare maggiormente, ma bisogna prestare attenzione perché non è detto che a un piccolo aumento dei dividendi segua necessariamente un aumento del tasso di crescita, quindi l'*overconfidence* si presenta come un elemento estremamente rischioso.

Questo particolare modello può risultare utile per riuscire a spiegare la *volatility puzzle*. Se giungono nuove informazioni che fanno aumentare i *cash flows*, il mercato sale, gli individui saranno meno avversi al rischio perché in un certo senso coperti dagli utili precedentemente raggiunti. Si tenderà perciò ad attualizzare i flussi di cassa futuri ad un tasso minore e questo non fa altro che aumentare i prezzi rispetto al livello dei dividendi.

Tutti e due i termini vengono etichettati con il termine *puzzle*, proprio per indicare la difficoltà nel racchiudere questi fenomeni in un semplice modello di consumo.

I primi ad introdurre il termine *equity premium puzzle* furono Mehra e Prescott (1985), i quali studiarono l'andamento dei mercati azionari americani nel periodo tra il 1889 e il 1978. Con il termine *equity premium puzzle* si cerca di rappresentare la differenza tra i rendimenti dei titoli azionari, che normalmente tendono ad avere dei ritorni più elevati rispetto a quelli offerti dallo Stato, cioè i titoli privi di rischio.

I soggetti ritengono perciò che, investire in azioni sia troppo rischioso, infatti il valore dei titoli azionari risulta essere molto variabile, soprattutto se poi si procede a confrontarlo con altri titoli che risultano avere un rischio molto più contenuto, quali ad esempio potrebbero essere le obbligazioni. Però se si prende a riferimento il lungo periodo le azioni offrono una maggior possibilità di guadagno, si parla proprio di "premio associato alle azioni", per il maggiore rendimento che queste sono in grado di generare nel lungo periodo. Tale premio potrebbe essere visto come un maggior compenso dato al soggetto che decide di investire in azioni e quindi si assume un rischio più alto collegato alla elevata variabilità di rendimento del titolo azionario.

Si può concludere affermando che gli investitori sono cauti e raramente si trovano portafogli titoli composti principalmente da azioni, anche se queste possono far ottenere vantaggi maggiori rispetto a qualsiasi altra forma di investimento presente nel mercato. Benartzi e Thaler (1995) in uno studio hanno cercato di far vedere come i soggetti mostrano una grande avversione nella probabilità di registrare una perdita e non tanto sull'elevata oscillazione del titolo. Effettuando un esperimento i due studiosi hanno posto che mediamente un investitore verifica l'andamento dell'intero suo portafoglio titoli almeno una volta all'anno. Però trattandosi di un arco temporale molto limitato, è frequente che il rendimento delle azioni possa essere negativo, ma sicuramente passato il momento queste crescono garantendo rendimenti anche superiori ai bond. Gli investitori, essendo avversi alla perdita e valutando il rendimento dei titoli nel breve periodo, investono in azione solamente se esiste un premio molto elevato che sia in grado di coprire il rischio che questi si assumono. Perciò non adottano una visione di lungo periodo perché si trovano a fare valutazioni ogni anno e ogni anno quindi modificano il proprio *status quo* cioè il proprio punto di riferimento.

Sono gli stessi investitori perciò che pongono maggiore attenzione alle fluttuazioni che avvengono nel valore delle azioni piuttosto che nell'incertezza connessa all'ottenimento di determinati risultati entro i limiti temporali che si prefissano.

La Finanza Comportamentale propone due approcci per spiegare questo fenomeno ciascuno basato sulle preferenze: uno si basa sulla *Prospect Theory*, l'altro invece dell'avversione per l'ambiguità. Entrambi gli approcci comunque cercano di andare ad analizzare cosa spinge gli investitori a temere così tanto le azioni portandoli a pagare un elevato premio per il rischio.

Per quanto riguarda il primo approccio uno dei primi studi risale al 1995 con Benartzi e Thaler, questi cercano di vedere come gli investitori, con specifiche preferenze, decidono di allocare la loro ricchezza finanziaria tra titoli di Stato e azioni. Con la Teoria del Prospetto si deve cercare di compiere una scelta, i soggetti si trovano a valutare i guadagni e le perdite di ciascuna alternativa e si sceglie quella che presenta le maggiori prospettive di generare utile in futuro.

Se i soggetti traggono utilità da variazioni annuali che possono esistere nella ricchezza e sono al contempo avversi alla perdita, la paura di un forte calo di denaro li porterà necessariamente a domandare un elevato premio come risarcimento del danno subito.

Benartzi e Thaler chiamano questa combinazione tra avversione alla perdita e valutazioni fatte frequentemente *myopic less aversion*. Infatti i soggetti, che valutano più frequentemente i portafogli, sono coloro che trovano meno attraente riuscire ad investire in azioni perché più rischiose e maggiormente soggette a perdite, mentre coloro che valutano raramente i portafogli titoli investono più volentieri in azioni.

In un esperimento proposto da Thaler, Tversky, Kahneman e Schwartz (1997), si trovano le informazioni che hanno presentato effetti diversi nell'intero processo decisionale. Si individuano tre gruppi di investitori che devono decidere dove investire tra due fondi diversi. Al primo gruppo, viene chiesto di scegliere dopo aver analizzato le fluttuazioni mensili dei titoli che compongono ciascun fondo, il secondo gruppo di soggetti si trova a decidere dopo aver analizzato il rendimento annuale cumulato, ed infine l'ultimo gruppo ha a disposizione solamente il rendimento dopo 5 anni.

Il risultato di questo esperimento pone l'attenzione sul fatto che le persone riescono a guadagnare o a perdere in base a come le informazioni vengono presentate. Infatti i soggetti del primo gruppo effettuano delle osservazioni che sono mensili e quindi si ritrovano a rilevare delle perdite più frequentemente rispetto agli altri due gruppi di soggetti. Se invece si adotta una distribuzione mensile, i soggetti saranno più spaventati e accorti nei confronti delle azioni e preferiranno investire in altri titoli privi di rischio.

Secondo approccio molto importante per cercare di capire *l'equity premium puzzle*, si basa sull'avversione per l'ambiguità, cioè la riluttanza dei soggetti verso l'ambiguo o verso tutte quelle situazioni in cui non si conosce la distribuzione della probabilità.

Uno dei principali approcci proposti sta a supporre che davanti all'ambiguità le persone cercano di individuare tutta una serie di distribuzioni e cercano di agire in modo tale da aumentarne l'utilità stessa.

Epstein e Wang (1994) mostrano come tale approccio potrebbe essere ricondotto in un modello di *asset pricing* (indica la relazione che esiste tra il rendimento del titolo e la sua rischiosità). L'applicazione di tale principio all'*equity premium puzzle* è avvenuta a cura di Maenhout (1999), il quale si è basato sul lavoro di Anderson, Hansen e Sargent (1998), e lo hanno applicato allo specifico contesto dell'*equity premium*. Questo ha evidenziato che se gli investitori sono convinti che il modello di calcolo dei rendimenti azionari sia non specifico e presenti forti elementi di incertezza, si cercherà quindi di ottenere un premio più elevato, proprio a titolo di risarcimento a causa dell'ambiguità

percepita nella distribuzione di probabilità.

Si nota come l'*ambiguity aversion* serve solo parzialmente a risolvere il problema dell'*equity premium puzzle*. Negli ultimi anni si è assistito ad una graduale riduzione del premio per il rischio, secondo Thaler e Benartzi è dovuta in parte ad una minore *loss aversion* e dall'altra ad una maggior fiducia da parte degli investitori nei titoli azionari, questo perché non adottano più semplicemente una visione di breve periodo ma hanno allungato il proprio orizzonte temporale.

### 2.2.2 GLI INVESTITORI INDIVIDUALI E IL DISPOSITION EFFECT

Gli investitori individuali sono tutti quei soggetti che operano nei mercati finanziari in modo del tutto autonomo, spesso non avendo neanche le capacità tecniche per farlo.

In questo specifico paragrafo si analizzerà il comportamento del singolo soggetto e successivamente il fenomeno della *disposition effect*.

Il primo tema, ci mostra in un'ottica comportamentale in che modo gli individui riescono a costruire il loro portafoglio titoli.

Un contributo importante viene fornito dalla psicologa Lola Lopes (1987), la quale basa la scelta dei titoli che compongono un determinato portafoglio sulla "linea emozionale del tempo". Questo sta a significare che ogni soggetto nel prendere una determinata decisione si muove lungo un asse che porta dal punto A, cioè il momento in cui viene presa la decisione dell'investimento, al punto B, momento in cui vi è il raggiungimento dell'obiettivo finanziario, e lungo tutto questo percorso si provano tutta una serie di sentimenti/emozioni spesso in contrasto gli uni con gli altri. Tali emozioni provate possono essere positive oppure negative. Se si considerano quelle positive allora quella maggiormente presa in considerazione è la speranza che successivamente si spera che diventi orgoglio, mentre le emozioni negative rappresentano l'ansia che in un secondo momento diventa ripianto e queste sono collocate al di sotto della linea delle emozioni (Franzolini, 2010).

Ogni soggetto possiede entrambi i sentimenti citati ma necessariamente uno deve prevalere sull'altro. Oltre a questi due si trova un altro componente che incide sulla scelta del portafoglio ed è l'aspirazione ovvero il valore che una specifica persona attribuisce all'obiettivo finanziario che ha intenzione di raggiungere. L'incontro tra

queste tre emozioni differenti risulta essere rilevante in quanto permette di calibrare il rischio che ogni singolo soggetto è in grado di assumere, e successivamente si riuscirà ad individuare tutti i titoli che riescono a soddisfare tali vincoli.

Altro elemento utilizzato per comprendere meglio tale modello è la piramide degli investimenti la quale cerca di evidenziare tutte le possibili variazioni e cerca di individuare la scelta ottima per un determinato investitore. Alla base della piramide si trovano investimenti sicuri, questi presentano un basso grado di rischio e sono ad esempio i titoli di Stato o i fondi monetari; man mano che si sale si individuano investimenti sempre più rischiosi ma che riescono a garantire dei rendimenti molto più elevati. Da studi è emerso come il comportamento dei soggetti sia mosso prima, nel soddisfare un certo livello di sicurezza e solo successivamente ci si concentra sul potenziale (Shefrin, 2002). Tenendo in considerazione questo si può affermare che a livello più basso si cercano di soddisfare il bisogno di sicurezza e di solidità che praticamente la maggioranza dei soggetti vuole raggiungere, si passa poi a voler appagare le aspirazioni di riuscire ad ottenere dei guadagni più elevati, e per fare questo però si dovrà investire in titoli che permettono di ottenere sì un rendimento più elevato ma al contempo presentano un rilevante grado di rischio. Salendo lungo la piramide gli investimenti sono sempre più rischiosi finché non si raggiunge il punto più alto dove s'incontrano le opzioni e tutte le altre operazioni che presentano leva finanziaria e che quindi sono in assoluto le più pericolose.

Tale approccio viene caratterizzato da due elementi che sono la stratificazione e la residualità del processo d'investimento. Il soggetto infatti, solamente dopo aver soddisfatto il bisogno di stabilità prenderà in considerazione anche altri investimenti, che presentano un maggior rischio e le perdite che probabilmente si manifesteranno ricadranno esclusivamente nello strato della piramide alla quale fanno riferimento, questo vuol dire che lo stato di sicurezza non viene in alcun modo danneggiato.

Tale metodologia è accostabile al *mental accounting* infatti ciascun strato della piramide rappresenta un conto mentale, e l'investitore riuscendo a separare il conto mentale "sicurezza" da quello "possibilità di ottenere maggiori utili", sa già che anche se riscontra delle perdite comunque queste non avranno ripercussioni sulla sicurezza.

Tale teoria permette così di riuscire ad adottare un atteggiamento più prudente nei confronti del rischio e delle conseguenze che questo comporta, però si dimostra essere

in netto contrasto con la Teoria Finanziaria Tradizionale la quale prevedeva una ottimizzazione globale e simultanea dell'intero portafoglio d'investimento.

Si può perciò affermare che le emozioni permettono di definire la tolleranza del rischio, questa permette di collocare un determinato investitore in un livello particolare della piramide e quindi mi permette di far ricadere la scelta sul portafoglio più opportuno. Non c'è comunque questo singolo modello, infatti nella realtà odierna ci sono moltissimi software che supportano tali procedimenti di scelta da parte degli individui.

Oltre ai sentimenti e alla particolare struttura si può individuare un ulteriore elemento che influisce sulla scelta del portafoglio, questo prende il nome di euristica.

De Bondt (1998), conducendo un esperimento su un campione di investitori americani, che hanno maturato una certa esperienza in questo campo, ha dimostrato come è riuscito ad individuare caratteristiche in comune quali l'ottimismo, l'eccessiva sicurezza nelle proprie abilità, la cosiddetta *overconfidence*, ed infine il fatto di dare molta rilevanza alle notizie passate e concentrarsi poco su quelle attuali/nuove (ancoraggio). Tale studio particolarmente rilevante ha permesso di evidenziare la tendenza da parte dei soggetti a non diversificare il proprio portafoglio titoli.

Altro pregiudizio rilevato da successivi studi è il fenomeno dell'*home bias*, cioè la preferenza da parte dei soggetti per tutto quello che è familiare. Questo si osserva sia nella tendenza degli individui ad investire in titoli nazionali piuttosto che esteri ma anche nel caso in cui i soggetti sono chiamati a prendere una decisione di investimento in titoli in aziende in cui lavorano personalmente o che comunque realtà che conoscono in particolar modo rispetto invece a titoli di società di cui sanno ben poco.

Si può concludere affermando che la scelta dei titoli non può essere vista come un semplice processo che tiene in considerazione la logica della media-varianza, tipica inquadramento della Finanza Tradizionale, ma è qualcosa di molto più complesso, infatti intervengono numerosi fattori che ne condizionano, sia in senso positivo che in senso negativo, l'identificazione e successivamente la scelta di tali titoli.

Il secondo punto riguarda invece il fenomeno della *disposition effect*, il quale viene definito per la prima volta da Shefrin e Statman (1985). Questo viene definito come quel fenomeno per cui i soggetti, che si trovano ad investire in determinati titoli, sono riluttanti a realizzare perdite e quindi hanno la tendenza a vendere i titoli che manifestano una performance positiva e a mantenere invece i titoli che contrariamente

ottengono performance negative. Infatti la decisione se mantenere o meno un determinato titoli nel portafoglio dovrebbe dipendere solo dal profilo di rischio e dal rendimento che è in grado di generare questo titolo. Tale fenomeno può essere spiegato attraverso la Finanza Comportamentale, visto che in quella tradizionale non viene minimamente preso in considerazione.

Il modello di Shefrin e Statman riesce a spiegare il *disposition effect* facendo riferimento a tre ben distinti principi.

Il primo preso in considerazione è la *Prospect Theory* di Kahneman e Tversky, questo può essere spiegato a partire dalla forma assunta dalla funzione di valore e cioè concava nell'area dei guadagni e quindi implica una situazione di avversione al rischio, e convessa nell'area delle perdite e quindi una situazione di propensione al rischio.

Se si suppone, ad esempio, che un investitore abbia pagato un titolo 100\$, questo perché valutava il rendimento atteso adeguato rispetto al rischio. Attualmente però tale titolo vale 120\$, il soggetto perciò si trova nell'area dei guadagni cioè è in una situazione dove si può dimostrare avverso al rischio e quindi potrebbe succedere che non trova più nessuna convenienza nel detenere l'azione anche se, il rischio e il rendimento rimangono inalterati. Da questo esempio si può capire come la concavità della funzione rende meno importante il beneficio incrementale di un maggior guadagno tanto più alto è il guadagno che già è maturato, infatti il soggetto ha realizzato un guadagno dalla vendita dell'azione però al contempo ha rinunciato all'opportunità di un potenziale nuovo guadagno. Ecco la tendenza da parte degli investitori di vendere i titoli vincenti troppo presto. Tale esempio può essere valido anche in caso di deprezzamento dell'azione dove rileva un valore attuale pari a 80\$, in questo caso però il soggetto sarà più propenso ad assumere rischi, si è in una situazione di propensione al rischio. L'individuo tenderà a vendere il titolo solamente se nota un calo delle prospettive future di questo. Si è perciò evidenziato come gli investitori cercano di mantenere titoli che non acquisterebbero assolutamente ex novo.

L'avversione alle perdite e il *mental accounting* permettono di dare un'altra spiegazione al fenomeno della *disposition effect*. Si tiene presente che per la Teoria Finanziaria Tradizionale le perdite realizzate e quelle invece non realizzate sono del tutto identiche, ma in realtà questo concetto è assolutamente errato, infatti per le persone le perdite non realizzate sono molto meno pesanti rispetto a quelle che si sono manifestate. Tale

fenomeno, se si considera il *mental accounting*, viene definito *hedonic framing*, ovvero il conto mentale che si riferisce ad uno specifico titolo viene chiuso nel momento in cui questo viene venduto. Da questa chiusura si hanno delle conseguenze differenti infatti, se si manifesta un utile, questo è fonte di piacere e perciò si cerca di anticipare piuttosto che posticipare, mentre in caso di perdita questa causa un dispiacere maggiore a causa dell'avversione alle perdite. In questo caso perciò il conto può rimanere aperto e le passività non vengono considerate definitive e irrecuperabili ma si spera di riuscire a colmarle, anche se solo in parte, così da attenuare il dispiacere.

Anche la teoria del rimpianto può aiutare a spiegare il *disposition effect*. Un particolare investitore potrebbe decidere di continuare a tenere nel proprio portafoglio un titolo anche se questo ha un andamento negativo, per evitare di compiere un errore di valutazione, ossia cercare di evitare il senso di rimpianto che nascerebbe in lui nel caso di un successivo apprezzamento di questo magari avvenuto dopo la vendita.

Nell'altro caso potrebbe invece succedere che un investitore, per riuscire a provare il sentimento opposto al rimpianto e cioè l'orgoglio, potrebbe essere tentato a liquidare troppo velocemente titoli che presentano andamenti positivi. Anche il principio dell'autocontrollo aiuta a dare un'interpretazione alla riluttanza da parte dei soggetti a realizzare perdite. La nozione definita da Thaler e Shefrin (1981), fa sì che vi sia una sorta di conflitto interno nell'individuo, tra la sua parte razionale, il cosiddetto *planner*, e il *doer*, cioè la parte irrazionale. Perciò il soggetto che, detiene per un lungo periodo di tempo i titoli in perdita, per riuscire a rinviare il sentimento del rimpianto o colui che vende troppo presto i titoli che guadagnano per provare orgoglio, si manifesta una prevalenza della parte irrazionale, altrimenti si assiste al comportamento opposto dove prevale il *planner*, e quindi si vendono i *loser* limitando le perdite e si mantengono nei portafogli i *winner* aumentando in questo modo i guadagni.

Studi recenti da parte di Weber e Welfens (2008) hanno evidenziato come questi due comportamenti in realtà sono indicatori di due anomalie comportamentali ben distinte infatti i titoli *winner* molte volte vengono venduti troppo presto proprio per colpa degli individui che vogliono monetizzare i guadagni fino a quel momento maturati, contrariamente i titoli *loser*, a causa proprio dell'avversione delle perdite, vengono venduti troppo tardi.

Il *disposition effect* può avere importanti conseguenze anche sull'andamento dei mercati

finanziari incidendo sulla crescita o sulla diminuzione dei prezzi dei titoli. Qualora si assista ad una diminuzione, i soggetti che avevano acquistato ad un valore più elevato non vorranno più vendere, e questo porta ad un rallentamento nella caduta dei prezzi stessi, nel caso contrario invece i benefici di cui godono gli investitori che hanno acquistato ad un valore minore possono essere visti come un freno alla continua crescita dei corsi.

Interessante è riuscire ad esaminare tale fenomeno sulle posizioni individuali, i primi studi furono condotti da Odean (1998). Questo ha analizzato 10.000 clienti di un discount broker statunitense nel periodo dal 1987 al 1993. Odean ha preso in considerazione tutte le transazioni di ognuno dei clienti, cercando di calcolare il rendimento realizzato partendo dal prezzo medio d'acquisto per ogni singola azione venduta; nel caso in cui ci fossero titoli che non si sono voluti vendere, il rendimento calcolato viene denominato non realizzato.

Da questo si possono individuare due indici specifici la Proporzione dei Guadagni e la Proporzione delle Perdite che si ottengono in questo modo:

$$PRG = \frac{\text{Guadagni realizzati}}{\text{Guadagni realizzati} + \text{Guadagni non realizzati}}$$

$$PPR = \frac{\text{Perdite realizzate}}{\text{Perdite realizzate} + \text{Perdite non realizzate}}$$

Odean dimostra come gli investitori siano contrari a vendere i titoli in perdita. Questa cosa è facilmente riscontrabile anche analizzando il rapporto dei due indici. Questo risulta essere circa di 1.51, e significa che un titolo che sta guadagnando risulta avere una frequenza di vendita che è del 50% superiore rispetto a quella di un titolo in perdita. Tale risultato è stato confermato da successivi studi condotti da Weber e Camerer (1998) secondo questi infatti un titolo con performance positiva ha circa il 50% di probabilità in più di essere venduto rispetto a quello in perdita. Una spiegazione a tale fenomeno può essere che gli investitori, preferiscono vendere titoli in utile perché ritengono che quelli in perdita potranno godere di maggiori performance in futuro. Infatti i titoli in utile sono quelli che sono già riusciti a realizzare degli extra-rendimenti e conviene venderli. Per i titoli in perdita invece il discorso è differente in quanto si

deve ancora verificare il contesto positivo che aveva giustificato il loro acquisto e quindi non ha senso venderli, conviene aspettare che si manifestino le condizioni previste, in modo tale da riuscire a godere appieno dei vantaggi offerti da tali titoli.

Concludendo Odean nel suo esperimento ha potuto constatare come il *disposition effect* ha avuto un costo significativo sulla performance del portafoglio stesso, in quanto induce i soggetti a vendere i titoli il cui andamento è favorevole e a mantenere in portafoglio quelli il cui andamento è fortemente negativo.

### 2.2.3 CLOSED-END FUNDS PUZZLE

Una spiegazione che facilmente può essere data dei Fondi Comuni di Investimento è che sono delle istituzioni di intermediazione bancaria dove lo scopo principale è quello di investire i capitali che vengono raccolti tra i risparmiatori, i quali affidano la gestione del proprio denaro a società dotate di personalità giuridica e patrimoniale ben distinta da quella del fondo. Lo scopo ultimo è quello di riuscire a creare valore sia per tutti coloro che vi hanno investito ma anche per gli stessi gestori del fondo, e ciò è reso possibile attraverso la gestione di tutta una serie di *asset*.

Le componenti di un Fondo Comune di Investimento sono tre e sono i partecipanti del fondo cioè i risparmiatori che investono nelle attività, attraverso l'acquisto di quote per mezzo dei loro capitali, ci sono le società di gestione, le quali hanno il compito principale di avviare il fondo, di stabilirne le regole e di gestire il portafoglio ed infine le banche depositarie le quali custodiscono i titoli e detengono tutte le disponibilità liquide nonché svolgono un ruolo di controllo sulla legittimità delle attività del fondo.

I risparmiatori quando accedono ad un Fondo Comune di Investimento non diventano proprietari di un singolo titolo ma vengono a possedere una percentuale specifica di tutti i titoli che vengono a comporre quel fondo. La legge in questo caso tutela tutti gli investitori e garantisce ad ognuno di essi uguali diritti in termini di diversificazione e di rendimento senza tener in considerazione il capitale effettivamente investito. Si può notare quindi come gli investitori sono tutti uguali e la vera differenza si avrà nella partecipazione agli utili di ognuno di essi, che sarà in proporzione al numero di quote possedute da ciascuno.

I *closed-funds* cioè i fondi d'investimento chiusi, invece differiscono dalla maggior parte dei fondi aperti in quanto sussiste il problema del numero fisso di azioni, cioè siamo di fronte ad una struttura fissa del capitale. Tali fondi di investimento sono uno strumento estremamente rigido infatti, questi procedono con la raccolta del capitale all'inizio della procedura, e la restituzione dello stesso deve avvenire esclusivamente alla scadenza, non sono perciò ammesse restituzioni di capitale ad una data precedente, a meno che non ci si rivolge al mercato azionario, dove le azioni vengono negoziate. Se si pone il caso di un investitore, che vorrebbe acquistare delle azioni facenti parte il fondo d'investimento chiuso, questo deve rivolgersi al mercato e comprarle da un altro investitore al prezzo prevalente, contrariamente invece di quanto accade negli *open-funds* dove le azioni vengono vendute al *Net Asset Value* (NAV).

Uno dei punti fondamentali è che i fondi d'investimento chiusi detengono un prezzo delle azioni che risulta essere differente dal NAV. Il *Net Asset Value* viene calcolato per ciascuna azione detenuta dal soggetto, e corrisponde al valore complessivo netto del patrimonio del fondo. Viene misurato attraverso la somma delle attività presenti al netto delle passività, quindi per riuscire a calcolarlo in modo corretto bisogna conoscere la quantità e i prezzi di mercato di ciascun titolo e attività che compone il patrimonio investito. Contrariamente nei *closed-end funds*, essendo questi quotati, il prezzo di ciascun titolo viene ad essere determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta di mercato, e spesso risulta essere diverso dal valore delle attività che compongono l'intero fondo. Tipicamente i *closed-end funds* scambia a sconto, cioè ad un prezzo minore rispetto al valore di mercato del fondo, mentre gli *open-end funds* scambiano anche a premio ovvero ad un prezzo maggiore rispetto a quello di mercato.

Normalmente quando viene creato un fondo chiuso il prezzo delle azioni risulta essere maggiore rispetto al NAV, salvo poi tale divario essere chiuso in fase di liquidazione o alla scadenza del titolo. Sono state fornite tutta una serie di spiegazioni per riuscire a capire il prezzo a sconto medio tipico dei *closed-end fund*. Tra queste sono state incluse le spese, le aspettative circa le future prestazioni da parte dei manager, le passività fiscali, ma tutte queste argomentazioni possono cercare di colmare solamente alcune lacune che riguardano i fondi d'investimento chiusi e non tutti gli aspetti.

DeLong, Shleifer, Summers e Waldmann (1990), proposero un modello nel quale erano presenti due diverse tipologie di investitori quelli razionali, che formano le loro

aspettative in modo del tutto oggettivo in base alle informazioni che hanno realmente in loro possesso, e poi ci sono gli investitori irrazionali i cosiddetti *noise traders*, i quali pensano di essere in possesso di informativa privilegiata riguardo il futuro andamento dei titoli, e questo fa sì che si manifestino delle oscillazioni irrazionali nelle loro aspettative circa il futuro rendimento dei fondi. Qualche volta i soggetti si dimostrano essere troppo ottimisti, altre volte invece troppo pessimisti, e questi continui cambiamenti nei loro sentimenti provoca una variazione nel prezzo delle azioni e di conseguenza anche la differenza che esiste tra il prezzo e il *Net Asset Value*. Si nota come nel caso dei *closed-end fund*, l'eccessivo ottimismo porta la vendita a premio o a sconto ridotto mentre il pessimismo porta ad una vendita ad uno sconto maggiore.

Tale modello è stato poi ripreso e ampliato da Lee, Shleifer e Thaler (1991), infatti l'elemento di novità introdotto è stato quella della clientela differenziale. Si individuano perciò due diversi fattori di rischio, da un lato, ci sono tutte le variazioni che intervengono nel valore dei titoli che compongono un particolare portafoglio e dall'altro, si individuano le variazioni dovute ai cambiamenti dei sentimenti da parte dei *noise traders*. Questo secondo rischio è sistematico e quindi incide sull'andamento degli altri titoli. Secondo questa prospettiva quindi si può notare come gli investitori irrazionali sono gli azionisti primari dei *closed-end fund* e i continui cambiamenti nei loro sentimenti rappresenta proprio il fattore determinante del *closed-end fund puzzle*.

Il *closed-end fund* viene venduto a sconto proprio a causa dell'elevata imprevedibilità nei sentimenti che accompagnano gli investitori irrazionali, però tale modello ci aiuta a capire come mai i fondi all'inizio siano venduti a premio. Infatti se il mercato è composto principalmente da soggetti che pensano positivamente, questi sono in grado di creare più facilmente dei nuovi fondi di investimento e riescono anche a venderli in un successivo momento riuscendo a guadagnarci, perciò l'ottimismo permette che i fondi inizialmente possano essere venduti a premio. Nel caso in cui il fondo chiuso sia in liquidazione gli investitori razionali non dovranno preoccuparsi dei cambiamenti di sentimenti che avvengono nei *noise traders* perché si assiste ad una diminuzione del rischio dovuta al fatto che ogni soggetto può chiudere la propria posizione in qualsiasi momento e perciò il prezzo di mercato sarà uguale al NAV, questi perciò non chiedono un risarcimento per il rischio corso e il prezzo del fondo sale fino ad uguagliare il NAV. Si può quindi affermare che nuovi fondi dovrebbero continuare ad essere creati, fino a

quando gran parte dei fondi precedenti non siano stati venduti a premio, e questo come detto in precedenza sta a significare che esiste un sentimento di ottimismo.

Lee, Shleifer e Thaler affermano che il *noise trader risk* è sistematico, infatti se un investitore irrazionale oltre a detenere fondi chiusi detiene anche altre tipologie di attività e si assiste ad un cambiamento negativo nei sentimenti, questo farà scendere il valore dei fondi chiusi ma anche di tutte le altre attività dell'azienda, e in questo modo si rende sistematico il *noise trader risk*. Per verificare la veridicità di questo esperimento Lee, Shleifer e Thaler hanno cercato di calcolare la correlazione di *closed-end fund* con un altro gruppo di *asset* di proprietà dell'individuo, genericamente si fa riferimento a piccoli quantitativi di scorte. E hanno potuto notare come tale correlazione positiva esiste veramente.

La teoria appena esposta, attualmente rappresenta la migliore spiegazione del *closed-end fund puzzle*. I fondi chiusi d'investimento di solito sono sempre venduti a sconto, questo è dovuto proprio al comportamento altamente imprevedibile degli investitori irrazionali. Si può perciò affermare che esiste uno sconto alto quando il sentimento che accompagna i soggetti è scoraggiante mentre in caso contrario questo è basso. Perciò è lo stesso sentimento che accompagna gli investitori a determinare lo sconto di fondi chiusi e ha un impatto sulle performance dei titoli posseduti dal medesimo soggetto.

Si può concludere affermando che lo sconto dei *closed-end fund* può essere considerato una misura estremamente importante del sentimento del mercato.

## Capitolo 3

### **IL FENOMENO DELL'OVERCONFIDENCE**

Sommario: 3. Il concetto di overconfidence – 3.1 Le fonti dell'overconfidence – 3.2 L'overconfidence in campo economico e finanziario – 3.2.1 Esperimenti e modelli formali – 3.2.2 Modelli teorici – 3.2.3 L'overconfidence nel mercato finanziario – 3.3 Gli effetti sulle decisioni di investimento – 3.4 Il debiasing nell'overconfidence – 3.5 Gli effetti negativi e positivi dell'overconfidence.

#### **3. IL CONCETTO DI OVERCONFIDENCE**

Nel precedente capitolo si è data una veloce definizione dell'errore cognitivo dell'*overconfidence*, nel quale l'individuo dimostra di avere una percezione di sé e delle proprie capacità che risulta essere superiore rispetto alla media.

Molto spesso i soggetti si trovano a valutare la probabilità di un determinato evento basandosi sulla facilità con cui riescono a richiamare dalla memoria degli eventi simili, a loro familiari. Ma si riscontrano molto frequentemente, dei contesti di forte incertezza, e si cerca in qualche modo di far fronte a tale problema trovando dei punti di contatto tra la situazione attuale e quella che si è già vissuta e quindi già affrontata.

Tali individui perciò si basano sull'informativa che solamente loro hanno a disposizione, sovrastimandola. Se poi l'evento si verifica effettivamente questo non fa altro che accrescere l'autostima e la fiducia nelle loro capacità, altrimenti se questo non accade, si cerca di far ricadere la colpa su una causa esterna totalmente imprevedibile e quindi si cerca di sottostimare il proprio errore.

Il soggetto *overconfident* manifesta un'eccessiva fiducia nell'informativa privata e personale che solo lui possiede, prestando poca attenzione invece all'informativa pubblica. Tale processo di "troppa fiducia" nell'informativa privata, nel breve periodo, può portare ad una eccessiva reazione dei prezzi. Tuttavia però, nel lungo periodo, si assiste ad un allineamento nel livello di questi dovuto appunto al sopraggiungere dell'informativa pubblica. Anche in questo caso come in quello evidenziato in precedenza, si assiste ad un aumento della fiducia nelle proprie capacità, qualora l'evento manifestatosi, trova conferma rispetto alla decisione di scambio assunte

precedentemente, se invece questo non succede si assiste ad una piccola caduta nella fiducia, ma tale effetto risulta essere molto modesto.

L'effetto di *overconfidence* è maggiormente evidente negli investitori giovani, inesperti, che sono entrati da poco sul mercato. Se questi infatti hanno ottenuto fin da subito delle buone performance tendono a divenire troppo sicuri di sé, questa tendenza tende ad invertire rotta nel momento in cui iniziano a riscontrarsi degli eventi negativi, dove non vi è più la conferma delle abilità dell'individuo. Per cui tale fenomeno diminuisce man mano che aumenta l'esperienza, e i soggetti imparano a conoscere i propri limiti (Legrenzi, 2006).

Inizialmente infatti l'individuo non conosce appieno le proprie capacità, questo si basa semplicemente sui successi che ha riscontrato fino a quel momento, e non riesce a dare il peso dovuto invece alle perdite che ha realizzato. Ecco allora che questo comportamento porta all'*overconfidence*. Può risultare vera la convinzione, secondo la quale, se in passato si sono ottenuti un gran numero di successi, allora questo non fa altro che aumentare la sicurezza sulle capacità che si possiedono, conseguentemente però si assiste a scambi più frequenti e ad un innalzamento dell'aleatorietà e tutto questo gioca a discapito dei profitti attesi che diminuiscono.

L'*overconfidence* si riferisce quindi ad un mondo totalmente distorto di guardare ad una determinata situazione. Questo si manifesta quando si è troppo sicuri di sé, sulle proprie capacità, opinioni, valori, credenze o abilità e avere più fiducia di quanto si dovrebbe, dati dei determinati parametri oggettivi della situazione analizzata (Legrenzi, 2006).

Tale fenomeno si riscontra facilmente anche quando si adottano delle decisioni di investimento.

### 3.1 LE FONTI DELL'OVERCONFIDENCE

Il termine *overconfidence* è stato introdotto a partire dal 1960 ed inizialmente utilizzato in campo psicologico. Recenti studi invece hanno ampliato il significato di questo termine includendolo anche in campo economico e finanziario.

Una delle più importanti estensioni che vengono studiate dell'effetto di *overconfidence* è quella in campo economico dove tale fenomeno viene considerato prendendo però a riferimento dei fattori, quali la percezione del controllo, il *self attribution bias*,

l'illusione del controllo e l'eccessivo ottimismo. Tutti questi elementi riescono a definire il perché si possono individuare dei manager *overconfident*, soprattutto quando si considerano decisioni di investimento.

Le origini o i motivi principali per il quale l'*overconfidence* esiste non sono ancora state accettate all'unanimità nel mondo accademico, nonostante i numerosi studi che sono stati condotti. Anche se questo fenomeno sembra avere un'area di interesse molto elevata in campo psicologico, tuttavia non bisogna dimenticare il significato che essa assume in altri contesti, utile non solo per riuscire ad individuare le origini di tale errore cognitivo, ma serve anche per riuscire ad individuare dei punti di contatto o di divisione tra le diverse discipline. La ricerca psicologica ha evidenziato come i soggetti tendono ad avere una visione positiva e spesso irrealistica di sé stessi.

Esperimenti condotti hanno posto l'attenzione sul fatto che, un individuo, posto a confronto con altri soggetti, nutre la convinzione di essere superiore alla media del gruppo in vari campi. Tale fenomeno chiamato "*Better-than-average effect*" è stato ampiamente studiato in psicologia e successivamente in economia (Shefrin, 2001).

Shefrin (2001), ha condotto un esperimento prendendo un gruppo di persone e chiedendo loro se come guidatori si giudicano sopra o sotto un dato particolare preso come media, e facendo riferimento ai propri colleghi di lavoro. Il risultato ha evidenziato come la maggioranza dei soggetti, cioè tra il 65% e l'85% di questi, si ritengono superiori alla media. Siccome non si può collocare, sopra la media, più del 50 per cento delle persone di ogni singolo gruppo, allora gli individui si dimostrano essere *overconfidence* rispetto alle loro capacità, alle loro conoscenze e specifiche abilità.

L'*overconfidence* spesso viene presentata accanto all'eccessivo ottimismo ma in realtà questi assumono due significati completamente differenti.

Nell'analisi del fenomeno dell'ottimismo ci si trova a focalizzarsi sul comportamento che la gente adotta nei confronti del futuro. Un soggetto ottimista crede fermamente che gli eventi futuri positivi possano accadere a lui piuttosto che ad altri, invece gli eventi negativi, con maggiore probabilità accadranno ad altri. Tale fenomeno aumenta quando si manifestano degli eventi che hanno probabilità oggettivamente più elevate oppure in particolari casi i quali sono ritenuti controllabili con maggiore facilità.

Il fenomeno dell'ottimismo non può essere ridotto ad una semplice origine motivazionale ma rappresenta un vero e proprio errore cognitivo.

Il *bias* dell'ottimismo si riscontra sia in casi positivi che negativi, specialmente quando questi vengono percepiti dalle persone come controllabili o hanno attribuito impegno di risorse e di energie o si sono trovati ad investire emotivamente pur di giungere alla loro realizzazione. La descrizione apportata del fenomeno dell'ottimismo diverge da quella dell'*overconfidence* intesa come una troppa fiducia e sicurezza nelle proprie capacità, abilità e conoscenze.

Anche se questi fenomeni da un punto di vista tecnico sono distinti, nella realtà tendono a manifestarsi insieme, e questo può creare confusione negli individui, ed è proprio per questo motivo, che la letteratura molte volte, commette degli errori e tali *bias* vengono visti come intercambiabili, soprattutto in un contesto di politiche di investimento (Gervais, 2009).

Altro fattore particolarmente importante è l'illusione del controllo. Studi hanno infatti dimostrato come le persone siano in grado di influire su eventi che in realtà sono del tutto casuali (Taylor e Brown, 1988). Un esempio tipico a sostegno di questa tesi è il lancio della moneta, se la gente si aspetta un determinato risultato che effettivamente poi si realizza, i partecipanti saranno inclini a pensare che tale esito sia dovuto alle capacità del soggetto piuttosto che al semplice fato. Anche in questo caso si può notare la loro propensione al controllo in una situazione in cui la probabilità risulta essere l'unico fattore determinante.

L'esistenza di illusione di controllo, è stata molte volte dimostrata in modo empirico, su soggetti che erano convinti che le loro specifiche abilità o le esperienze che hanno vissuto in passato, potessero in qualche modo impattare e predire quello che sarebbe stato il risultato del caso specifico analizzato (Langer, Roth 1975). Le ricerche hanno evidenziato, come il fenomeno dell'*overconfidence*, nasce da situazioni di successo che sono avvenute in passato e dalla convinzione da parte dei soggetti di replicare tale conoscenza acquisita per mezzo dell'esperienza accumulata anche in situazione che sono quasi totalmente affidate al caso. Langer ha evidenziato che vi sono alcuni fattori che più di altri riescono a far aumentare i sentimenti di sicurezza e di stabilità dell'individuo e questi sono la possibilità di scelta, la familiarità dell'operazione che si deve svolgere e il coinvolgimento del soggetto stesso.

Tale argomento inizialmente ha acquisito un'importanza rilevante soprattutto in campo psicologico, infatti da ricerche effettuate, si è potuto notare come i soggetti tendono a

manifestare un controllo maggiore rispetto a quello che in realtà possiedono, e questi tendono a predire un'attività che in realtà si dimostra del tutto casuale. Un esempio tipico è quello del manager di una società che ha deciso personalmente, su quali specifici progetti investire, questo mostra una spiccata illusione di controllo e tenta in qualsiasi modo di sottovalutare le probabilità di fallimento dei medesimi progetti.

Presson e Benassi (1996) hanno cercato di rivedere numerosi esperimenti che sono stati condotti e alla fine sono arrivati alla conclusione che “gli effetti dell'*illusion of control* sono illustrati in diverse attività, in molte situazioni e da numerosi ricercatori indipendenti” (Presson e Benassi, “Illusion of control: A meta-analytic review”, *Journal of Social Behavior and Personality*, vol. 11, 1996.). La cosa però più importante che hanno notato, è vedere come i risultati che si ottengono trovino conferma nelle prove raccolte e che in qualche modo riescono a misurare le abilità nel prevedere quali saranno i risultati futuri, piuttosto che concentrarsi sulle capacità di ogni singolo individuo nel riuscire a controllare i risultati stessi.

Presson e Benassi (1996), propongono di utilizzare il termine giudizio illusorio piuttosto che illusione del controllo. Hanno infatti constatato che sono relativamente pochi gli esperimenti che misurano *l'illusion of control* nel senso, del giudizio espresso dai partecipanti sul livello di influenza esercitato da loro direttamente sui risultati. Questo sembra allinearsi con la definizione di *overconfidence* in termini di distorsione nella valutazione che l'effetto di illusione del controllo può procurare.

Altro studio interessante condotto da Tayler e Brown (1988) cerca di andare ad individuare le relazioni che vengono ad esistere tra illusioni positive (si possono citare le esagerate percezioni di controllo e di padronanza, o l'eccessivo ottimismo) e il benessere mentale. I soggetti che presentano un basso livello di illusioni positive sono gli individui caratterizzati da bassa autostima e depressi, i quali dimostrano di avere poca fiducia in sé stessi e nelle proprie capacità. Questi individui sono più oggettivi infatti giudicano in modo imparziale determinati eventi ed esprimono opinioni precise circa la loro possibilità di realizzo in futuro. Questi studi però non hanno potuto constatare effettivamente nessun nesso di causalità quindi non si può dire con certezza che uno stato d'animo positivo possa essere alla base delle illusioni positive. Tuttavia può dare origine ad un comportamento distorsivo in quanto gli autori sostengono che molto spesso le persone possono alterare la realtà pur di mantenere invariate le illusioni

positive tra le quali si riscontrano anche l'alta autostima, la fede nell'efficienza personale, il controllo e una visione ottimista di quello che è il futuro. Tale situazione se realmente si manifestasse non dovrebbe assolutamente essere sottovalutata infatti avrebbe un impatto rilevante nell'ambiente economico e finanziario e richiederebbe particolare attenzione e specifici studi per porvi rimedio.

Infine si possono elencare degli studi nei quali si sono riuscite ad individuare tutta una serie di circostanze in cui *l'illusion of control* non ha modo di esistere.

Dixon (2000), trova che tale fenomeno ha un impatto molto minore qualora al soggetto vengano impartite delle istruzioni significative, Koehler et al. (1994) invece hanno osservato questo particolare *bias* in un'ottica singola ovvero hanno sempre fatto riferimento a giochi composti da singoli lanci, ma mai a giochi con una serie di lanci consecutivi, infine Ladouceur e Mayrand (1984) non sono riusciti ad evidenziare tale fenomeno di illusione di controllo in un gioco composto da operazioni ripetute caratterizzate da *feedback* differenti.

Concludendo si afferma che, l'illusione di controllo è un *bias* rilevante e ha lo scopo di proteggere l'immagine che un soggetto dimostra d'avere di una determinata cosa.

Altro fattore rilevante è il cosiddetto *illusion of knowledge*, questa particolare situazione si manifesta quando un individuo raccoglie informazioni per riuscire a raggiungere un determinato scopo ma bisogna prestare attenzione in quanto le informazioni raccolte possono essere troppe e quindi condurre all'illusione di conoscenza e conseguentemente far sì che l'individuo diventi iper-sicuro. Oskamp fu il primo che notò come all'aumentare delle informazioni in possesso degli psicologi questi si sentivano più sicuri e confidenti nelle decisioni che prendevano, però mentre questi sentimenti crescevano non si poteva accurare l'esattezza delle informazioni in loro possesso.

L'accesso alle informazioni è rilevante, e con l'avvento di Internet è aumentata la semplicità di reperire dati rilevanti, ma questo non fa altro che condurre ad una elevata *overconfidence*, infatti chi si trova ad effettuare degli investimenti attraverso l'utilizzo di Internet, si trova a consultare gli stessi dati utilizzati dagli investitori professionisti, quindi una grande quantità di informazioni non tutte rilevanti, e i soggetti, non avendone le capacità e l'esperienza necessaria, si trovano a commettere degli errori.

Tutte queste informazioni in eccesso possono portare al fenomeno dell'*illusion of expertise*, cioè l'individuo si trova ad esprimere una certa preferenza per il portafoglio

titoli che si è scelto personalmente, piuttosto di uno che viene selezionato da altri individui, anche se questi abbiano maturato esperienza e abbiano tutte le competenze e le abilità necessarie per consigliare al meglio. Tale preferenza, molto spesso, è ingiustificata, oppure il motivo principale, per il quale gli investitori vogliono adempiere personalmente alla scelta dei titoli, è che pensano di avere un maggior controllo e sicurezza in relazione ad un rischio che si sono scelti personalmente, piuttosto che in relazione ad uno che gli viene attribuito da altri soggetti.

Uno studio condotto da Fellner et al. ha evidenziato come su un campione di individui il 65 per cento di loro è restio a lasciare i propri titoli per gestirne degli altri, in questo caso di assiste ad una illusione di valutazione. Infatti tutti i soggetti professionisti e non, risultano riluttanti allo scambio dei titoli, proprio a causa della sicurezza che questi manifestano nelle loro capacità ed abilità di gestione, tutto questo come detto in precedenza porta all'iper-sicurezza che caratterizza gli investitori.

Si deve prestare molta attenzione alle informazioni che si hanno a disposizione perché spesso queste possono risultare errate o incomplete.

Un investitore *overconfident* potrebbe basare la propria valutazione prendendo in considerazione solamente una parte della notizia, quella che per lui è saliente, però in questo caso non fa altro che sovrastimare la precisione del segnale e questo potrebbe condurlo a prendere delle decisioni che si dimostrano essere non ottimali.

Infine si può assistere ad un aumento dell'*overconfidence*, sempre a causa dei troppi dati a disposizioni, per effetto del *cognitive dissonance*. Studi hanno dimostrato che coloro che si occupano della raccolta delle notizie sono persone intelligenti e razionali che spendono gran parte del loro tempo nell'analisi e nella valutazione di tali dati. Proprio per questo motivo l'investitore è portato a credere che le informazioni siano tutte valide, in quanto nessuno sprecherebbe risorse e tempo in dati del tutto inutili.

Altra cosa importante, è che sarebbe del tutto irragionevole, pensare di raccogliere informazioni che si ritengono di particolare importanza, senza poi poterle sfruttare per fare *trading*.

Tale problema della dissonanza cognitiva cerca di essere risolto per mezzo degli investitori che cercano di realizzare compravendite con maggiore frequenza ed intensità avendo ad oggetto tutte le informazioni che sono riusciti a ricavare dai loro studi.

## 3.2 L'OVERCONFIDENCE IN CAMPO ECONOMICO E FINANZIARIO

Come detto nel primo paragrafo i primi studi psicologici applicati ai modelli economici risalgono al 1970, ma si dovrà attendere solamente il 1990 per notare i maggiori sviluppi in tale materia. A partire da tale data infatti, il fenomeno dell'*overconfidence* ha assunto un'importanza rilevante anche in contesti economici, soprattutto per quanto riguarda il comportamento da adottare nei mercati finanziari.

Quando si parla di *overconfidence*, spesso si fa riferimento ad una sopravvalutazione delle capacità o all'attendibilità delle informazioni private di cui si è in possesso.

Con la Teoria Finanziaria Tradizionale molti dei problemi presenti nei mercati finanziari difficilmente potevano essere risolti, sono stati invece contabilizzati con successo solamente dopo che gli investitori hanno preso piena conoscenza del fenomeno dell'*overconfidence*. I maggiori problemi presenti nei mercati finanziari sono la sottovalutazione dei titoli, gli eccessivi volumi di negoziazione e l'effetto disposizione.

Tra gli economisti spesso si instaura un pensiero scettico nei confronti del *bias* dell'*overconfidence*, nonostante la sua presenza nei mercati finanziari sia stata dimostrata ripetutamente, attraverso metodi che vanno dal questionario, all'utilizzo di veri e propri modelli formali e finanziari, ad un'analisi dettagliata dei dati di mercato.

Studi recenti su tale argomento hanno supposto che la prevalenza di eccesso di fiducia sia una caratteristica comune in tutti gli esseri umani e quindi questa non può essere esclusa in campo economico. C'è da ricordare però che le ricerche sulle implicazioni per le aziende si sono sviluppate solo recentemente e quindi si tratta di un campo nuovo e ancora da esplorare completamente.

### 3.2.1 ESPERIMENTI E MODELLI FORMALI

L'esistenza e l'impatto che l'*overconfidence* ha nei mercati finanziari è studiata attraverso differenti metodologie.

Da un lato si riescono ad individuare gli esperimenti, i questionari e i casi studio che erano già stati utilizzati in psicologia e che ora sono ripresi ed estesi ad altri contesti di tipo economico, e poi si riescono ad individuare strumenti economici standard di modellazione formale e la classica analisi dei dati.

Per quanto riguarda la sperimentazione e i questionari sono delle metodologie che possono presentare alcuni punti critici, ad esempio avere a che fare con un campione che non è rappresentativo della realtà. Spesso si tratta di un campione di piccole dimensioni che si trova ad esprimere un giudizio su circostanze e problematiche che sono state create in modo artificiale in laboratorio e quindi a condizioni differenti rispetto a quelle che sono in realtà.

Però anche se sussistono tutte queste problematiche comunque, tali metodologie permettono di individuare nuove strade di ricerca e formulare nuove ipotesi che verranno successivamente analizzate attraverso modelli economici e il risultato verificato e supportato da analisi di dati di mercato.

Si passa ora all'analisi nello specifico di tali metodologie.

Esperimenti condotti prendendo a riferimento condizioni del tutto variabili, hanno dimostrato come esista un eccesso di fiducia nei mercati finanziari. Da uno studio condotto da Glaser e Weber (2005), è risultato che l'*overconfidence* nei soggetti esperti finanziari, tra i quali si possono riconoscere i commercianti e i banchieri d'investimento, risulta essere superiore rispetto ad altre persone comunque informate sull'argomento. Tuttavia gli esperimenti hanno evidenziato come, i due aspetti che caratterizzano l'*overconfidence*, e cioè la distorsione nella valutazione e l'effetto migliore rispetto alla media non trovano assolutamente conferma.

Si considera un mercato del tutto sperimentale, costruito da Biasis et al. (2005), nel quale vi sono diverse informazioni private. Per riuscire ad individuare l'eccesso di fiducia dei partecipanti vengono poste un set di domande di conoscenza generale, e dai risultati di tale questionario si può individuare come gli agenti, che sono troppo sicuri di sé stessi, ottengono dei risultati peggiori rispetto alla media. Da tale studio emerge inoltre che, nonostante la distorsione nelle valutazioni sia la medesima sia per gli uomini che per le donne, comunque la prestazione di *trading* nel mercato sperimentale risulta essere inferiore solamente per il sesso maschile, questo proprio per il fatto che gli uomini sono dei *trader* molto più attivi rispetto le donne.

Però si è potuta evidenziare anche una disconferma rispetto a quanto affermato in precedenza, per quanto riguarda il fatto che, gli investitori troppo sicuri di sé commerciano di più. Questa convinzione nell'esperimento viene smentita, può forse dipendere da una definizione troppo ristretta di *overconfidence* che è stata assunta da

Biasis et al. (2005) e cioè una distorsione nella valutazione della sola conoscenza generale.

Tale ipotesi ha trovato conferma anche da uno studio successivo condotto da Glaser e Weber (2007), i quali hanno evidenziato un rapporto diretto esistente tra l'eccesso di fiducia negli investitori e i volumi degli scambi, e hanno evidenziato come, solamente colui che riesce a fare meglio della media, riesce ad ottenere dei maggiori volumi di negoziazione.

Le distorsioni nella valutazione, che in questo caso vengono definite come delle eccessive distribuzioni di probabilità e una sottovalutazione della volatilità, non sembra avere nessuna relazione con i volumi di scambio.

Tutte e due le sfaccettature assunte dall'*overconfidence*, vengono misurate da Glaser e Weber (2007), attraverso la somministrazione di questionari, e successivamente, analizzate con i dati del *trading* effettuato dall'investitore. Questo rappresenta uno studio importante che riesce a creare un collegamento tra l'*overconfidence* e il comportamento del mercato finanziario.

La prevalenza nell'analisi di ogni singolo aspetto dell'*overconfidence*, considerando ciascun investitore, trova conferma in uno studio/questionario condotto da De Bondt (1998), questo considera l'illusione di controllo, l'effetto migliore della media e l'ottimismo, perché spesso i soggetti si dimostrano essere troppo ottimisti circa l'andamento delle azioni che possiedono nel portafoglio, ma non per il livello dello stock, ovvero dell'indice in generale. Tale analisi ha evidenziato anche che i soggetti tendono a sottovalutare la covarianza dei rendimenti che esiste tra i loro portafogli e l'indice di mercato, e anche questo potrebbe essere una conseguenza diretta del fenomeno *better-than-average* (De Bondt, 1998).

L'effetto di *overconfidence* risulta essere perciò molto dinamico e rimane uno dei problemi alla quale la psicologia non è ancora riuscita a trovare una spiegazione e negli ultimi anni tale dibattito si è esteso anche in campo economico e finanziario. Si è cercato di introdurre anche degli incentivi adeguati per cercare di aumentare o diminuire l'effetto di *overconfidence* quando sia necessario.

Se si considera invece il caso di un mercato sperimentale in cui gli agenti rischiano molto, Maciejovsky e Kirchler (2002), hanno evidenziato il più alto grado di *overconfidence* verso la fine dell'esperimento. Questo fatto può essere spiegato in

quanto i soggetti acquistano sempre più esperienza, e per questo motivo, con il passare del tempo iniziano a contare sempre più sulle proprie capacità e abilità.

### 3.2.2 MODELLI TEORICI

Altro metodo utilizzato prende in considerazione dei veri e propri modelli finanziari.

In tali modelli comportamentali il fenomeno può intendere due cose:

- gli investitori tendono a sovrastimare la precisione delle informazioni che hanno a disposizione. Più precisamente questi si trovano a sopravvalutare l'informativa privata cioè quella più difficile da riuscire a reperire e a sottovalutare invece quella pubblica;
- e gli investitori troppo spesso sottostimano il rischio, e questo fa sì che i soggetti mantengano dei portafogli titoli che presentano elevati gradi di rischio.

Conoscendo perciò le diverse sfumature che stanno dietro al fenomeno dell'*overconfidence* si deve necessariamente studiare gli effetti che producono nel mercato finanziario tra cui l'eccessivo *trading*, la valutazione errata delle attività nel breve e lungo periodo nonché i rendimenti azionari.

Diversi scenari dimostrano la persistenza dell'*overconfidence* sui mercati che spesso si dimostra essere il frutto di modellazioni.

Odean (1998), in un suo studio, ipotizza che i commercianti, gli addetti ai lavori, i market makers, nello svolgimento delle loro attività sono portati anche solo inconsciamente a sovrastimare la precisione delle informazioni e di porre troppo affidamento su di loro. Tale tipologia di mercato, dove i soggetti che partecipano si dimostrano troppo sicuri di sé, delle proprie abilità e capacità, porta ad un aumento del volume degli scambi.

Tali esiti sono stati evidenziati anche da uno studio successivo condotto da Benos (1998) dove ha ipotizzato un mercato tipico delle vendite all'asta con la partecipazione di soggetti ben informati, e quindi neutrali rispetto al rischio, e ha evidenziato come anche in questo caso i volumi degli scambi siano aumentati.

Tale concetto di *overconfidence* può essere anche ricondotto alla profondità e alla grande volatilità del mercato finanziario (Odean, 1998; Benos, 1998), così come l'elevata efficienza dei mercati, dei risultati attesi più bassi (in termini di utilità), e l'*underreaction* da parte del mercato alle nuove informazioni che giungono da soggetti

del tutto razionali (Odean, 1998) e dei prezzi più rappresentativi ( Benos, 1998).

Studi successivi non sono riusciti ad accogliere consenso nel modo accademico per quanto riguarda l'effetto di *overconfidence* sugli utili d'esercizio.

Il *speculative trading model* con informazione asimmetrica è stato realizzato da Kyle e Wang (1997) e ha permesso di evidenziare, come gli operatori che si sentono troppo sicuri, e che evidenziano degli intervalli di distribuzione che si mostrano essere troppo stretti, possono essere percepiti dal mercato come troppo aggressivi e ciò permette di ottenere un profitto che risulta essere superiore rispetto a quello realizzato dagli avversari perfettamente razionali. Tale conclusione è stata supportata anche dalla ricerca effettuata da Benos (1998), che nota come i soggetti *overconfident* godono di un vantaggio chiamato "*first mover's*" che permette di ottenere maggiori profitti individuali. E tale vantaggio è dovuto proprio a questa attività di negoziazione aggressiva e non di certo ad una maggiore assunzione del rischio.

Nel 1990 venne proposto il modello di De Long et al. (1990) dove i *noise traders* riuscivano a raggiungere dei profitti più elevati rispetto a quelli realizzati dagli investitori razionali, ma questo era visto come una sorta di premio che veniva assegnato agli investitori irrazionali per l'aumento del livello di rischio che essi stessi creavano.

L'anno successivo De Long et al. (1991) hanno riesaminato il comportamento adottato dai *noise trader*, i quali si dimostravano troppo sicuri e confidenti nelle loro capacità, di come si trovavano a sottostimare il rischio e i beni che loro possedevano si dimostravano i più rischiosi in assoluto, ma da tutto questo si aspettavano un guadagno molto più elevato rispetto agli investitori perfettamente razionali.

Dall'altra parte lo studio condotto da Gervais e Odean (2001), ha visto come gli investitori *overconfident*, riescono ad ottenere in media dei guadagni più bassi in quanto aumentano il volume degli scambi ma aumenta anche la volatilità che ha un impatto negativo sui risultati ed ecco allora che ci sono guadagni più limitati.

Nel 1998 gli studiosi Daniel et al. sono riusciti a far vedere come, gli investitori che risultano essere più informati, e quindi manifestano una eccessiva fiducia in loro stessi, in realtà sono in perdita. Ma evidenziano anche come i profitti realizzati dagli investitori *overconfident* si dimostrano essere in alcuni casi superiori rispetto a quelli degli investitori razionali, perché presentano un grado di rischio inferiore. (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 2001). Si può quindi affermare che Daniel et al.

(1998.2001), si sono soffermati nell'analizzare tutti gli effetti che il fenomeno dell'*overconfidence* produce sul *security market*.

Il primo modello proposto concorda con quanto affermato prima nel modello di Odean (1998), cioè che i soggetti che investono si dimostrano troppo sicuri di sé stessi solamente per quanto riguarda le informazioni private e non quelle pubbliche.

Questi autori nel 1998 presentarono un modello particolarmente complesso di *overconfidence* e di *self-attribution* da parte degli investitori in un *security market* dove, si può facilmente notare, che le *underreaction* e le *overreaction* seguono non solo i segnali privati ma anche quelli pubblici. In questo caso gli effetti manifestatosi dell'*overconfidence* portano a una lunga autocorrelazione negativa nei rendimenti azionari e ad un eccesso di volatilità.

Daniel et al. però considerano che nel corso del tempo la fiducia tende a variare, infatti aggiustando il *self-attribution bias* all'effetto dell'*overconfidence*, la fiducia inizia a variare proprio come accadeva nel modello di Gervais e Odean (2001).

Gli investitori tendono ad aumentare la fiducia in loro stessi e nelle informazioni che hanno a disposizione solamente dopo aver trovato conferma che, precedenti segnali privati si sono effettivamente manifestati. Contrariamente, qualora dei segnali non dovessero trovare conferma nella realtà, la fiducia da parte degli investitori cade leggermente ma mai del tutto. Tutto questo si ripercuote nel prezzo del titolo infatti, mentre nel breve periodo si assiste ad una reazione eccessiva sul prezzo, i quali tendono ad aumentare enormemente, la tendenza si inverte nel lungo periodo quando giungono le informazioni pubbliche le quali si sommano a quelle private e quindi il prezzo del titolo ritorna verso il suo valore fondamentale.

Molte altre problematiche sono state analizzate all'interno del fenomeno dell'*overconfidence* quali ad esempio un'analisi particolarmente dettagliata della aleatorietà che si nota nei segnali pubblici e privati, le relazioni che esistono tra la valutazione delle azioni e l'effetto dell'annuncio di tali fenomeni, che provoca un impatto significativo nel mercato finanziario.

Daniel et al. (2001) hanno elaborato un modello di *asset pricing* tenendo in considerazione l'*overconfidence* il quale ha provocato delle anomalie nel prezzo dei titoli che fino a quel momento erano in equilibrio. Tali errori, che si manifestarono nel prezzo, in parte sono stati sfruttati dagli investitori razionali, attraverso il meccanismo

dell'arbitraggio, ma tale fenomeno non può essere completamente eliminato a causa dell'avversione al rischio presente nei soggetti. Il modello quindi, cerca di andare ad analizzare, quali saranno i rendimenti futuri dei titoli in funzione del rischio e quali saranno le valutazioni fatte dagli investitori che avranno perciò delle ripercussioni sul prezzo dei titoli stessi.

Per riuscire a dimostrare l'effetto congiunto del fenomeno dell'arbitraggista, di avversione al rischio e dei rischi multipli al quale sono soggetti i titoli, Daniel et al. (2001), cercano di analizzare l'*overconfidence* da un punto di vista statico, cioè si prende a riferimento un singolo periodo. Si nota perciò come questo modello si contrappone a quello precedente che invece era interpolare.

Chuang e Lee (2006), hanno cercato di porre insieme un complesso modello teorico basato sulle principali scoperte effettuate sul fenomeno dell'*overconfidence* in Finanza Comportamentale e le maggiori evidenze empiriche individuate e studiate.

In questo modello perciò gli studiosi forniscono sia la spiegazione teorica che empirica del fenomeno, il quale si basa su quattro ipotesi fondamentali che sono:

- l'*overconfidence* causa negli investitori delle reazioni che sono o eccessive o sottovalutate nei confronti dell'informativa privata rispetto a quella pubblica (modelli presentati da Daniel et al. 1998, e Odean 1998);
- l'esperienza accumulata nel mercato, genera la convinzione negli investitori di riuscire ad ottenere delle performance migliori rispetto agli altri individui, così da generare degli utili più elevati, ma questo porta solamente ad un mercato che diventa sempre più aggressivo (Gervais, Odean, 2001; De Long et al. 1991; Kyle e Wang, 1997; Benos, 1998);
- tale *trading* eccessivo che si manifesta tra tutti coloro che partecipano al mercato non fa altro che aumentare la volatilità dei titoli stessi. Questa elevata negoziazione, questi scambi, che esistono nei mercati sono dovuti proprio alla sicurezza che manifestano gli individui. Si tratta infatti di soggetti *overconfident* e quindi sono particolarmente sicuri di loro stessi e delle informazioni che hanno a loro disposizione (Benos, 1998; Daniel et al. 1998; Odean, 1998; Gervais, Odean, 2001);
- tutti gli investitori che manifestano questa eccessiva fiducia in loro stessi, nelle loro capacità, abilità e nelle informazioni che hanno in loro possesso, tendono molto spesso a sottovalutare il rischio (Hirshleifer e Luo, 2001).

Nel lungo periodo la persistenza all'interno del mercato del fenomeno dell'*overconfidence* è spiegata con modelli, proposti da diversi autori, che presentano differenti caratteristiche.

Kyle e Wang nel 1997, ad esempio hanno posto il caso delle società di gestione di un fondo che si possono impegnare a promuovere l'*overconfidence* attraverso tutta una serie di sistemi di incentivazione, infatti individua un profitto più elevato, per coloro che riescono ad adottare un comportamento più aggressivo nel mercato.

Altro modello proposto parte dei concetti di informativa a cascata, di herding e di gruppo e attraverso questi Bernardo e Welch (2001) riescono a fornire ai loro gruppi sociali informazioni particolarmente importanti, la cosiddetta informativa privilegiata. Tali individui "*outside*" adottano una condotta che molto spesso si contrappone a quella generale dell'"*herding*", cioè della direzione normalmente assunta dal gruppo. Questo tipo di comportamento potrebbe andare a discapito di qualche soggetto, però può rilevarsi particolarmente importante in quanto permette al gruppo di esaminare opportunità che altrimenti non avrebbe mai preso in considerazione.

Perciò i gruppi, al cui interno sono presenti soggetti che mostrano una certa proporzione di *overconfidence*, si pensa, che possano avere maggiori possibilità di creare un vantaggio evolutivo rispetto a gruppi nei quali manca assolutamente tale *bias*.

Anche l'approccio dinamico proposto da Gervais e Odean (2001) risulta essere concorde con quanto affermato in precedenza, infatti anche se il fenomeno dell'*overconfidence* è guidato dal mercato su base individuale, comunque questo rimane presente anche a livello aggregato. Gli autori in questo caso prendono in considerazione il *bias* del *self-attribution*, in cui i soggetti attribuiscono il merito per il successo ottenuto al proprio sapere, alle proprie capacità piuttosto che per un fattore del tutto esterno quale ad esempio potrebbe essere la fortuna. Il fenomeno perciò dell'*overconfidence* può cambiare nel corso del tempo, e tale cambiamento che avviene può essere influenzato notevolmente dalle nuove conoscenze apprese dal soggetto.

In tale processo dinamico riusciamo quindi ad individuare due distinte fasi.

Esiste una prima fase iniziale dove ci sono gli investitori razionali, i quali dimostrano di essere troppo sicuri di sé, quindi adottano il tipico comportamento *overconfidence* e commettono l'errore di riuscire a trovare un collegamento tra la previsione di futuri dividendi sempre più elevati ottenuti grazie all'incremento delle capacità dell'individuo.

Ad un certo punto però gli individui prendono coscienza, di quali sono le loro effettive abilità e capacità, beneficiando di un frequente, rapido e chiaro *feedback* e quindi si assiste ad una diminuzione dell'*overconfidence*. Gli studiosi precisano però che il fenomeno a livello aggregato non viene guidato dal mercato ma dalle aspettative e dalla fiducia che gli investitori hanno nelle proprie capacità.

Ultimo motivo, presentato brevemente in precedenza, sul fenomeno dell'*overconfidence* viene illustrato nel modello di Hirshleifer e Luo (2001) i quali ritengono che gli investitori, che si sentono troppo sicuri di sé, risultano adottare un comportamento sul mercato molto più aggressivo rispetto agli investitori razionali, i quali cercano di sfruttare le anomalie sui prezzi causati dai *noise traders*, e quindi ottengono dei profitti anche più elevati.

Tale aggressività viene a dipendere da due differenti motivi che sono, da un lato, la sottovalutazione del rischio e dall'altro invece, si individua una eccessiva fiducia che gli individui manifestano nelle proprie strategie di *trading*. Anche nel caso in cui non si manifestasse la sottovalutazione del rischio, che risulta essere una condizione fondamentale nel modello di De Long et al. (1991), comunque nel modello attuale Hirshleifer e Luo (2001) riescono a dimostrare che gli individui avrebbero avuto la certezza di ottenere dei profitti elevati, anche solo prendendo in considerazione il secondo effetto. Infatti una reazione eccessiva da parte dei soggetti *overconfident* li avrebbe spinti da un lato, a sfruttare maggiormente le informazioni in loro possesso e dall'altro, ad una attività di *trading* molto più aggressiva.

Il risultato individuato dagli autori ha portato a poter affermare che i *traders*, maggiormente sicuri, hanno buone possibilità di sopravvivere nel lungo periodo. Tale conclusione è resa ancora più forte in un contesto fortemente dinamico in cui gli investitori, a causa della *self-attribution*, imparano molto poco dalle esperienze passate e quindi l'*overconfidence* continua ad esistere, non solo in situazioni favorevoli, in cui gli individui guadagnano, ma anche nel caso in cui questi stessero perdendo denaro.

Tale schema si trova ad essere in contrasto con il modello di apprendimento che è stato proposto nel 2001 da Gervais e Odean nel quale si nota, come la fiducia si trova ad oscillare a seconda dei risultati che si sono ottenuti dalla negoziazione, perciò questo modello si trova a rispecchiare maggiormente quella che è la realtà dei mercati finanziari.

### 3.2.3 L'OVERCONFIDENCE NEL MERCATO FINANZIARIO

Nonostante i numerosi questionari sperimentali, gli studi svolti, e la rapida modellizzazione teorica comunque, rimane l'analisi del mercato finanziario, il punto di svolta che ha permesso di ampliare le ricerche ed estendere il concetto di *overconfidence* anche in campo finanziario.

Se si osserva il mercato borsistico oggi, si può vedere come, l'alto tasso di *turnover* presente, non può essere valutato unicamente tenendo in considerazione il *trading*. Infatti la redditività del *trading* attivo può essere messa in discussione a causa del *disposition effect* ovvero la tendenza da parte dei soggetti di mantenere in portafoglio i titoli che ottengono performance negative e vendere invece quelli che raggiungono performance positive.

Una prova di quanto detto viene fornita da Odean (1999), il quale analizza 10.000 account nel periodo compreso tra il 1987 e il 1993, e riesce a notare come, un'eccessiva movimentazione di portafoglio non garantisce assolutamente dei risultati più elevati, anzi si può rilevare dannoso e portare ad un peggioramento del risultato finale.

Una spiegazione, che potrebbe essere fornita, per questi eccessivi volumi di scambi che hanno luogo nei mercati finanziari, è appunto l'*overconfidence*.

Tale ipotesi è stata sostenuta da un esperimento condotto da Barber e Odean (2000) sugli scambi tra il 1991 e il 1997 su oltre 35.000 famiglie americane che sono state selezionate da una società di brokeraggio a livello nazionale. Da tale studio è emerso come i conti che presentavano un fatturato più alto provenissero proprio dalle famiglie che svolgevano minori attività di *trading*. Sul medesimo set di dati nell'anno successivo sono riusciti ad individuare il legame che esiste tra l'eccesso di fiducia e gli eccessivi volumi di scambio. Da questo è emerso come, tale eccesso di fiducia sia maggiore negli uomini rispetto alle donne, proprio perché gli uomini svolgono maggiore attività di *trading* e per questo motivo incorrono in perdite molto più frequentemente rispetto alle donne. Dall'esito di tale studio è emerso come il sesso femminile sia riuscito a raggiungere delle performance che si dimostrano essere del 1.4 percento più elevato rispetto a quelle dell'altro sesso. Odean basandosi su tali dati ha potuto evidenziare come, gli individui che svolgono molta attività di *trading*, ottengono esiti inferiori dell'8 percento rispetto l'altra parte. Inoltre illustra come sono gli uomini a

movimentare di più il loro portafoglio proprio perché hanno molta più fiducia nelle loro capacità e abilità e nelle informazioni che hanno a loro disposizione e questo gli permette di raggiungere risultati particolarmente interessanti.

I soggetti normalmente che si dimostrano essere maggiormente *overconfidence* realizzano dei risultati che sono inferiori, ecco spiegato perché il sesso maschile ottiene risultati inferiori rispetto al sesso femminile che è più cauto e più propenso ad ottenere, anche se nel corso del tempo, dei rendimenti più elevati. Gli uomini contrariamente sono più propensi al rischio, svolgono maggiore attività di trading e quindi ottengono sì risultati maggiori ma incorrono anche in più rischi. Tale percentuale tende ad aumentare nel caso in cui si individuano uomini e donne single. Nel caso di coppie sposate si nota come gli individui si condizionano a vicenda e quindi l'attività di *trading* diminuisce rispetto al caso precedente (Barber e Odean, 2001).

Chuang e Lee (2006) utilizzano i dati di aziende presenti negli Stati Uniti nel periodo 1963-2001, per riuscire a dimostrare gli effetti che tale processo di estrema fiducia può portare nel mercato finanziario.

Questi studiosi, proprio come avevano già individuato Daniel et al. nel 1998, evidenziano come i soggetti danno troppa importanza alle informazioni private e hanno la tendenza a sottovalutare quelle pubbliche. Le stesse assunzioni, spiegate in precedenza da Gervais e Odean (2001), cioè che il *trading* più profittevole induce gli investitori *overconfidence* a negoziare di più, trova conferma empirica sia dallo studio condotto da Chuang e Lee (2006), ma anche da quello di Statman et al. (2003).

Chuang e Lee cercano in qualche modo di fornire un supporto agli investitori che evidenziano il *bias* della *self-attribution* che è dovuto, da un lato all'elevata volatilità dei mercati per la presenza di investitori *overconfident*, e dall'altro perché i soggetti troppo sicuri in sé stessi dimostrano di essere inclini alla negoziazione di titoli rischiosi specialmente dopo aver riscontrato dei guadagni sul mercato.

Un numero sempre maggiore di ricerche analizza il fenomeno dell'*overconfidence* nelle previsioni che vengono effettuate dagli analisti finanziari.

Questi recenti studi vengono effettuati su grandi campioni e sono svolti frequentemente, quindi si tratta di esperimenti che sono ricorrenti perciò risultano essere particolarmente rilevanti e si differenziano dai metodi tradizionali, quali il questionario, che svolgono compiti principalmente descrittivi.

Deaves et al. (2005) svolgono studi sull'*overconfidence* manifestata dagli esperti finanziari, i quali riescono ad evidenziare come i partecipanti al mercato non fanno delle valutazioni che sono pienamente calibrate, ma si fanno sempre condizionare dalla storia passata, così ad esempio un passato successo può condurre ad una maggiore fiducia in sé stessi, non solamente a livello individuale, ma può avere delle ripercussioni sull'intero mercato.

Questa stessa conclusione è stata raggiunta da Hilary e Menzly (2006) i quali, hanno analizzato nel periodo 1980-1997, un ampio campione, delle previsioni degli analisti finanziari, sui risultati trimestrali di un'azienda americana. I risultati ottenuti sono coerenti con il modello di *overconfidence* visto, come un processo dinamico, piuttosto che stabile individuato da Gervais e Odean nel 2001.

Nessun consenso in campo empirico ha riscontrato quanto è stato analizzato dal modello dell'apprendimento analizzato da Deaves et al. (2005), altri autori quali Gervais e Odean (2001) e in un secondo momento Hilary e Menzly (2006) riescono ad evidenziare come le esperienze passate vissute dagli individui possano condizionare l'opinione dell'individuo e quindi la sua capacità nell'effettuare delle previsioni migliori. Permettono quindi di individuare quali sono le loro vere abilità e di conseguenza di aggiustare e correggere le loro valutazioni.

Friesen e Weller nel 2006 cercano di individuare un modello teorico di *overconfidence* e di *dissonanza cognitiva* che viene definito come "*disagio psicologico che accompagna le prove che contraddicono le convinzioni precedenti rispetto all'intera visione del mondo*" (Friesen, Weller, 2006, Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts, "Journal of Financial Markets", Vol. 9), questo si trova ad avere dei punti in comune con il *bias* di conferma, vale a dire la tendenza da parte delle persone a individuare delle prove a conferma delle proprie ipotesi e tenere solamente conto, in linea generale, delle prove contrarie alla propria idea.

Gli autori quindi, riescono a dimostrare come, il fenomeno dell'*overconfidence* manifestata dagli analisti finanziari, viene vista come una sovrastima delle informazioni private e una semplice verifica empirica di quelle che saranno le previsioni sugli utili. Come ultimo punto in questo modello è interessante vedere come gli analisti sono favorevoli ad accogliere il fenomeno della distorsione cognitiva nel comportamento degli altri individui, ma non sono intenzionati ad applicarlo nelle loro previsioni.

### 3.3 GLI EFFETTI SULLE DECISIONI DI INVESTIMENTO

Il manager di un'azienda spesso si trova davanti a delle decisioni, questo deve vedere quale progetto scegliere per poter procedere con l'investimento. In finanza, tale decisione viene supportata del Metodo del Valore Attuale Netto (VAN), il quale comporta l'attualizzazione di quelli che saranno i futuri flussi di cassa. Il soggetto perciò, posto davanti ad una scelta, dovrebbe considerare solamente i progetti con VAN positivo e abbandonare quelli che presentano VAN negativo. Ma uno dei principali problemi che si possono riscontrare in questo caso consiste proprio nella sovrastima dei flussi di cassa, che può portare a commettere degli errori e a considerare attuabili progetti che in realtà presentano un Valore Attuale Netto negativo (Potito, 2009).

Se ci si trova davanti ad un investitore *overconfident* si può facilmente notare come le decisioni di investimento che assume sono influenzate, dai flussi di cassa, e di conseguenza, dall'ammontare di liquidità che è presente all'interno dell'impresa.

Nel modello teorico di Heaton (2002) i manager, che si sentono troppo sicuri di sé, si trovano a sovrastimare le probabilità di ottenere un risultato positivo e al contempo si trovano a sottostimare le probabilità di ottenere una performance negativa. Proprio per questo motivo i manager aziendali *overconfident*, ritengono che i titoli aziendali vengano sottovalutati dal mercato e che tutti i nuovi investimenti attuati siano finanziati facendo ricorso a fondi interni, cioè disponibilità liquide presenti all'interno dell'azienda.

La presenza di mezzi liquidi all'interno dell'azienda può provocare a seconda della struttura aziendale degli effetti che sono contrastanti tra di loro. Questo è visto, in senso positivo, nel caso in cui ci fossero degli investimenti redditizi che non sarebbero stati effettuati a causa del costo eccessivo del finanziamento esterno, erroneamente valutato dai manager. Dall'altra parte invece, i decisori, che manifestano una eccessiva sicurezza in loro stessi e nelle loro capacità, sicuramente tenderanno a sovrastimare quelli che saranno i flussi finanziari all'interno dell'azienda e quindi in presenza di liquidità, questa potrà essere investita in progetti, che presentano un Valore Attuale Netto negativo, e questo il più delle volte provoca conseguenze dannose.

Altra ipotesi sul fenomeno dell'*overconfidence* che è stata ampiamente studiata e analizzata da altri ricercatori è la cosiddetta "gerarchia delle preferenze strutturate del

capitale”, la quale cerca di evidenziare quali sono le preferenze dei manager nelle scelte di finanziamento. I risultati evidenziano come questi privilegiano il finanziamento interno, poi ricorrono al debito e solamente per ultimo all'*equity*.

Successivi studi empirici condotti da Malmendier e Tate (2005), hanno confermato quanto riscontrato da Heaton cioè, questa tendenza da parte dei manager *overconfident* ad utilizzare maggiormente le liquidità di cassa e le risorse interne all'azienda per riuscire a finanziare gli investimenti. È risaputo infatti che le aziende che investono di più, sono quelle che hanno a disposizione maggior liquidità e una ridotta posizione debitoria, però queste sono anche maggiormente soggette al fenomeno dell'*overconfidence*.

L'esperimento condotto dai due autori prende a riferimento un set di dati aziendali di quasi 500 delle maggiori società americane nel periodo compreso tra il 1980 e il 1994. In questo caso il *bias* viene considerato sia, come una sopravvalutazione delle capacità, ma in parte è dovuta anche al *self-attribution*. In questo specifico caso, l'*overconfidence* viene valutata utilizzando una proxy del ritardo, che è stato accumulato nell'esecuzione delle stock option e delle azioni aggiuntive che i manager hanno voluto acquisire; in quanto il mercato si attende dei risultati futuri positivi. L'esito dell'esempio ha evidenziato come i top manager si sentono troppo sicuri di sé stessi e cercano di sfruttare il ritardo che esiste nell'esecuzione delle stock option per investire in determinati progetti.

Si può concludere quindi affermando che, le scelte di investimento nelle società dove esiste un CEO *overconfident* vengono a dipendere dal livello delle disponibilità liquide presenti in azienda, cioè maggiori sono più investimenti vengono effettuati.

Questa, rappresenta una spiegazione alternativa a quelle tradizionalmente proposte come soluzione del problema di investimento che sono, da un lato, i conflitti di agenzia cioè i conflitti che esistono tra gli interessi del manager e quelli degli azionisti e dall'altro l'asimmetria informativa, dove il manager cerca di ridurre al massimo il ricorso al finanziamento esterno, in quanto questo non farebbe altro che diluire il valore delle azioni dell'impresa (Potito, 2009).

Perciò qualsiasi tentativo di individuare delle misure standard, che riescano in un certo senso a mitigare le distorsioni causate dagli investimenti aziendali, non risultano essere funzionali a causa dell'eccessiva sicurezza che fa capo al manager (Malmendier e Tate,

2005). Questo eccessivo ottimismo non riguarda esclusivamente il contesto aziendale ma l'andamento di tutto il mercato azionario.

Tale natura dinamica dell'*overconfidence* (Gervais e Odean, 2001; Hilary e Menzly, 2006) viene confermata attraverso studi successivi e questo viene tradotto in migliori performance da parte del mercato preso nel suo complesso e ciò implica una maggiore fiducia nelle previsioni che riguarderanno periodi successivi.

L'*overconfidence* cresce debolmente in base all'età, all'istruzione, alle nuove abilità e competenze che si sono apprese nel corso del tempo ma rimane completamente indifferente all'esperienza professionale intrapresa.

Ben-David (2007), con il supporto empirico di Heaton (2002) e Malmendier e Tate (2005), è riuscito a dimostrare come, le imprese al cui vertice si individuano personalità che manifestano un'eccessiva sicurezza, con il tempo verranno penalizzate, infatti si assiste ad una sottovalutazione di queste da parte del mercato.

Tale studio di Malmendier e Tate viene successivamente ripreso e analizzato da altri autori del calibro di Glaser, Schäfers e Weber (2008), che oltre a dare una conferma di quanto già presentato dai loro precursori, osservano come i manager tendono a ripetere l'errore più volte conseguentemente e questo può risultare un grosso problema. Si individuano infatti delle aziende che presentano degli investimenti che sono influenzati dai flussi di cassa e sono guidati da manager che quasi sicuramente hanno già commesso degli errori del medesimo tipo.

Anche con riguardo alle decisioni di investimento si può collegare il fenomeno dell'*overconfidence* con l'effetto "superiore alla media". I manager si ritengono infatti più competenti rispetto ai loro colleghi. Vi è questa attitudine ad aggiudicarsi il merito, nel caso in cui i risultati ottenuti conducano ad un esito positivo, che si traduce in un aumento del successo dell'azienda; contrariamente se l'esito è negativo ciò è del tutto indipendente dalle capacità dell'individuo, ma è semplicemente sfortuna (Miller e Ross, 1975; Feather e Simon, 1971).

Questo collegamento che esiste tra l'ottenimento di risultati positivi e le capacità dell'individuo non fa altro che rafforzare l'*overconfidence*.

Tutto ciò può essere dimostrato in quanto il CEO di un'azienda ritiene di essere migliore rispetto alla media dei suoi colleghi, ritiene di avere maggiori possibilità di successo nello scegliere progetti di investimento migliori, nonché approvare progetti di

fusione che sono destinati a perdurare. Questa convinzione è molto diffusa tra i manager aziendali anche se, il più delle volte, le operazioni che si sono intraprese risultano essere non soddisfacenti e per questo motivo si ottengono dei risultati che sono negativi.

L'*overconfidence* porta gli individui ad essere troppo ottimisti riguardo a quelle che saranno le prospettive future.

I soggetti manifestano un ottimismo più elevato in due casi: il primo è quando sanno di poter esercitare un controllo diretto sul risultato (Langer, 1975), mentre l'altro è quando tendono a sovrastimare i risultati in cui sono direttamente impegnati (Weinstein, 1980).

Il CEO di un'azienda normalmente tende a soddisfare entrambe queste condizioni.

Di solito, un amministratore delegato, compie le scelte più rilevanti per quanto riguarda le decisioni strategiche dell'azienda e quindi decide in che progetto investire o ad esempio se si deve procedere con una fusione oppure no. Queste decisioni possono generare la convinzione di poter esercitare una forma di controllo sul risultato, e di conseguenza, a sovrastimare le proprie capacità e sottovalutare la probabilità di un possibile fallimento (Shapira, 1987). Nel secondo caso invece l'ottimismo è collegato al fatto che, gran parte del compenso spettante al manager, dipende proprio dall'andamento dell'intera azienda, così come il valore del capitale umano e quindi, la possibilità del soggetto di ottenere degli avanzamenti di carriera è collegata direttamente ai rendimenti azionari.

Proprio per questi motivi, legati alla possibilità di far carriera e ottenere dei risultati maggiori, ci si aspetta che l'amministratore delegato svolga al meglio il proprio compito, in modo tale da riuscire ad aumentare i risultati aziendali. Inoltre, le persone che si collocano nelle posizioni elevate della piramide gerarchica aziendale, si trovano, ad operare in un tipo di contesto decisionale dove i pregiudizi raggiungono livelli estremamente elevati e diventano sempre più persistenti.

Le grandi decisioni, che si trovano a dover compiere i top manager, quali ad esempio, i grandi investimenti da attuare in determinati progetti, gli accordi di fusione che possono intercorrere tra più società, le trasformazioni o le ristrutturazioni del capitale, sono eventi per lo più sporadici durante il ciclo di vita di un'azienda, e per questo motivo, ogni progetto, presenta delle caratteristiche particolari e ben distinte che rendono difficile il confronto con delle situazioni che possono essersi manifestate in passato.

In sostanza, gli studi, hanno evidenziato proprio la tendenza da parte dei decisori

aziendali a sovrastimare le proprie abilità e capacità e a ritenersi migliori rispetto alla media. Questo atteggiamento può risultare particolarmente rischioso in quanto i soggetti possono dimostrarsi troppo ottimisti rispetto ai risultati aziendali conseguenti in seguito alle decisioni che essi stessi hanno assunto.

Secondo gli studi apportati da Heaton (2002), Landier e Thesmar (2004), i manager spesso si trovano a sovrastimare anche la probabilità che un determinato progetto ottenga successo piuttosto che insuccesso.

Può manifestarsi il caso di un manager troppo sicuro di sé stesso che decide di intraprendere un determinato progetto. Può accadere che questo non dia i risultati sperati e per questo motivo non generi profitti come dovrebbe. Il decisore decide di continuare comunque con l'avanzamento del progetto, piuttosto che stimare i costi e procedere con l'allocazione del capitale. Questo tipo di comportamento adottato dall'individuo non fa altro che peggiorare la situazione perché i costi aumenteranno in maniera spropositata. È il tipico atteggiamento assunto da un soggetto *overconfident*, il quale è pienamente convinto delle proprie capacità e abilità ed è sicuro che le previsioni da lui fatte non siano errate. Per questo motivo i costi continueranno ad aumentare finché l'individuo non riconoscerà che l'idea iniziale era sbagliata.

È importante evidenziare come gli autori usino il termine "ottimismo" piuttosto che "fiducia". Infatti questo secondo vocabolo viene utilizzato per mettere in evidenza il legame esistente tra l'eccessiva fiducia in sé stessi manifestata dagli individui, e il saper fare meglio rispetto alla media. Contrariamente con il termine ottimismo si cerca di porre una distinzione tra le credenze, che in un certo senso risultano essere troppo ottimistiche, (proprio perché derivano da un eccesso di fiducia manifestatosi da colui che provvede a fare tali analisi) e l'ottimismo inteso in senso generale che riguarda eventi che sono del tutto esogeni, esterni (Bazerman, 2002).

Nonostante le ricerche che sono state effettuate sull'*overconfidence* ancora molto c'è da dire sull'argomento.

I risultati però che si sono messi in luce in precedenza hanno evidenziato come questa possa avere delle influenze sulla redditività e sulla struttura finanziaria delle diverse società. Può avere inoltre un impatto sulla crescita dell'azienda a seguito di acquisizioni o di fusioni, e può intervenire indirettamente sui rendimenti futuri o sulle eventuali perdite che vengono generate dai potenziali azionisti.

### 3.4 IL DEBIASING NELL'OVERCONFIDENCE

Per riuscire a ridurre gli errori psicologici derivanti dalle euristiche si adotta il processo di *debiasing*. Gli psicologi, attraverso diversi studi, hanno evidenziato come i soggetti, anche se riescono a riconoscere gli errori che spesso si trovano a commettere, comunque non apportano modifiche al loro comportamento. La logica vorrebbe che, i manager di un'azienda che hanno preso una decisione che non si rileva essere la migliore, in quanto non apporta all'azienda i risultati sperati, cerchino di modificare il loro comportamento in modo tale da non commettere il medesimo sbaglio la volta successiva.

In questo modo si nota come i soggetti possono imparare dai propri errori evitando di commetterli nuovamente, adottando delle decisioni di investimento migliori e garantendo la possibilità di ottenere dei risultati finanziari soddisfacenti.

Nella realtà però questo comportamento non si manifesta, come detto in precedenza, il *feedback* che i decisori ricevono, talvolta si dimostrano essere non chiaro e non immediato. Il fenomeno dell'*overconfidence* non fa altro che confermare tale risultato, infatti questa eccessiva sicurezza sembra essere causata oltre che dall'illusione del controllo, dalla troppa conoscenza, anche da errori come ad esempio quello di conferma (*confirmation bias*), che porta ad una sopravvalutazione di tutto ciò che si dimostra essere a favore del punto di vista del decisore e a sottovalutare, o a non considerare proprio, ciò che invece lo contraddice. L'operazione contraria, cioè mettere in discussione i dati e le informazioni che supportano la scelta del top manager e porre l'attenzione su quelli contrari ad essa, può risultare molto importante e porre in evidenza considerazioni che altrimenti non si sarebbero mai evidenziate.

Il processo di *debiasing* risulta essere poco trasparente proprio a causa dell'eccessiva *overconfidence* manifestata dai soggetti.

Questi attribuiscono interamente il merito dei risultati positivi ottenuti alle proprie abilità e competenze, però tale processo non fa altro che aumentare la fiducia in loro stessi e le decisioni prese saranno replicare perché ritenute corrette. Se si verifica il caso contrario, cioè si presentano dei risultati che sono inferiori rispetto a quelli previsti o comunque si sono effettuate scelte che si sono rivelate controproducenti, allora tali insuccessi sono da attribuire a cause del tutto esterne, queste non potevano in alcun modo essere previste dai soggetti.

L'altro fattore che incide sull'efficacia del processo di *debiasing* è il tempo, infatti tra il momento in cui vengono prese determinate decisioni e il momento in cui gli esiti di queste iniziano a manifestarsi trascorre necessariamente del tempo e talvolta tali intervalli si dimostrano essere abbastanza lunghi.

È evidente, come il tempo di *feedback*, risulta essere estremamente importante per poter correggere in modo tempestivo gli errori e i *bias* cognitivi che si sono riscontrati.

Si nota come i manager si trovano a lavorare sia a livello individuale che a livello societario e quindi commettono errori in entrambi i livelli e riuscire a mitigarli richiede un approccio ancora più dettagliato e scientifico.

Nel paragrafo precedente si era visto come l'*overconfidence* impattava sulla stima dei flussi di cassa presentando un valore distorto rispetto a quello reale.

Una tecnica, per riuscire in qualche modo a contrastare questo fenomeno, può essere quella di utilizzare un tasso di sconto di ammontare più elevato rispetto alla realtà, così che possa servire per ridurre l'effetto del *bias* manageriale.

La Finanza Aziendale Comportamentale cerca di elaborare un insieme organico e coerente di prescrizioni che, se vengono rispettate, dovrebbero riuscire a consentire ai manager di massimizzare il valore dell'impresa e allineare gli interessi della stessa con quelli degli azionisti (Shefrin, 2007).

La Teoria Tradizionale invece, era basata sull'ipotesi di soggetti che agivano in maniera del tutto razionale e che prendevano le loro decisioni in piena coscienza, analizzando tutte le informazioni che avevano a disposizione. Secondo tale approccio, perciò, il valore degli investimenti rispetto a quello assunto dai flussi di cassa, veniva a dipendere dai disallineamenti esistenti tra gli interessi dei manager e quelli degli azionisti, e questi, dovevano essere risolti attraverso soluzioni contrattuali.

Con la nuova teoria e la verifica delle distorsioni comportamentali analizzate, non sono emersi costi di agenzia e quindi sono del tutto inutili gli incentivi contrattuali che cercano di portare ad un allineamento tra gli interessi appartenenti a queste categorie di soggetti. Una delle soluzioni proposte potrebbe essere quella di un maggiore coinvolgimento all'interno della struttura organizzativa oppure in alternativa ricorrere ad un uso meno intensivo delle risorse interne all'azienda (Shefrin, 2007).

### 3.5 GLI EFFETTI NEGATIVI E POSITIVI DELL'OVERCONFIDENCE

Il fenomeno dell'*overconfidence* è stato definito come “il più pervasivo e potenzialmente catastrofico” tra tutte le distorsioni cognitive che si sono analizzate fino a questo momento (Plous, 1993). Per molto tempo si è pensato che questa eccessiva fiducia che gli individui manifestavano il loro stessi fosse causa di azioni legali, di scioperi, di catastrofi naturali, di guerre e dello scoppio di molte delle bolle presenti nel mercato azionario.

Accanto al fenomeno dell'*overconfidence* si può accennare a quello dell'*overprecision*, che potrebbe avere delle implicazioni nel comportamento degli investitori e nelle negoziazioni che avvengono nel mercato azionario. Tale eccesso di *trading* tipico dei soggetti *overconfident* non può essere assolutamente spiegato attraverso la Teoria Finanziaria Classica la quale prevede la presenza di individui che sono perfettamente razionali. Qualora sul mercato, si individuano soggetti che, adottano un comportamento troppo sicuro di sé e sono certi delle stime che hanno effettuato su un determinato bene, allora saranno disposti anche ad aumentare le negoziazioni per quel particolare titolo ed ecco che l'*overconfidence* non fa altro che aumentare il *trading* nel mercato (Daniel, Hirshleifer, Sahraamanyam, 1998).

Oskamp (1965) ha condotto un esperimento su un gruppo di psicologi e di studenti del corso di psicologia, ai quali è stato chiesto di effettuare un test a risposta multipla nel quale, dovevano riuscire a trarre la conclusione più appropriata su un determinato caso studio. Insieme alle risposte è stato chiesto loro di esprimere un voto di fiducia, sotto forma di una percentuale di probabilità. Tale esperimento ha evidenziato come, dando ai soggetti maggiori informazioni relative al caso, la fiducia in loro stessi aumenta.

Si assiste quindi, ad un aumento dell'*overconfidence* da parte degli individui man mano che questi acquistano più informazioni relative al caso che stanno analizzando e sul quale si trovano a dover esprimere un determinato giudizio.

Anche se non ci sono studi, a confermare tale tendenza, comunque nei ricercatori avanza la convinzione che l'*overconfidence* venga in qualche modo condizionata e promossa dalle dinamiche sociali e dalla selezione avversa. Infatti, a sostegno di questa tesi, si può affermare che, attualmente coloro che manifestano l'intenzione di voler avviare una *start-up* sono proprio quelli che dimostrano di avere maggiore fiducia nelle

loro abilità e ritengono di possedere delle capacità superiori rispetto ai loro concorrenti. E se questi riescono a trasmettere tale fiducia e tale motivazione anche ai lavoratori, ci sono maggiori possibilità di ottenere delle performance positive e quindi risultati soddisfacenti (Radzevick, Moore, 2011).

Si può facilmente notare come, il fenomeno dell'*overconfidence*, si dimostra essere molto vantaggioso per un individuo che cerca di aumentare la propria autostima e per riuscire a pervenire ad un livello di volontà tale che gli permetta di raggiungere l'obiettivo desiderato. *“Credere in sé stessi e nelle proprie abilità risulta essere importantissimo per riuscire a raggiungere un livello di volontà maggiore che permette di raggiungere risultati che altrimenti con i soli sforzi non sarebbero mai stati raggiunti”* (Fowler, Dominic "On Overconfidence." Seed Magazine, January 7, 2011).

Fino a questo momento si sono visti gli aspetti più dannosi dell'*overconfidence*. Questa eccessiva sicurezza che gli individui manifestano, e che sta alla base delle abbondanti negoziazioni che avvengono sul mercato, proprio perché gli individui sopravvalutano le informazioni che hanno a loro disposizione. A tal proposito lo stesso Odean (1998) ha elaborato un modello teorico nel quale ha evidenziato come, il livello dell'utilità attesa manifestata nei soggetti *overconfidence* si riduce, arrivando così ad una conclusione diversa rispetto a quanto evidenziato dalla teoria standard, secondo la quale i soggetti più informati dovevano ottenere risultati migliori.

In questo caso invece si afferma che, l'eccessiva informazione molto spesso può rivelarsi dannosa.

Guiso e Jappelli (2006), relativamente a questo fenomeno, hanno analizzato un gruppo di investitori di un determinato intermediario finanziario e hanno messo in luce come gli individui, che avevano a disposizione più informazioni, avevano titoli che registravano andamenti molto inferiori rispetto ai soggetti che avevano a disposizione poche informazioni. Questo sta a dimostrare che, le eccessive notizie che giungono al soggetto, possono aumentare la confusione e indurlo in inganno invece che aiutarlo a prendere la decisione più corretta.

Tali autori, in questo esperimento, evidenziano anche come la raccolta di maggiori informazioni conduca ad un maggior *trading*. Quindi da un lato, si assiste ad una maggiore movimentazione di portafoglio e dall'altro però, ad una sua minore diversificazione. I soggetti infatti si dimostrano sempre più restii ad affidare a terzi,

quali ad esempio i consulenti finanziari, la gestione dei propri titoli e le decisioni riguardanti le scelte di investimento. Questa ostilità, nei confronti di terzi individui, viene a dipendere proprio dalla tendenza delle persone a sottovalutare le capacità e le conoscenze possedute dal soggetto ma anche le informazioni che sono in suo possesso. Invece, nella maggioranza dei casi, l'aiuto di un consulente è importantissimo per riuscire ad aiutare l'investitore a raggiungere i suoi obiettivi nel modo più razionale possibile.

Il consulente, nello svolgimento dei suoi doveri, dovrebbe essere in grado di perseguire i risultati che sono posti dal cliente, dovrebbe fornire consulenze e correggere tutti gli atteggiamenti che possono condurre a commettere degli errori cognitivi che minano il raggiungimento degli stessi (Guiso, Jappelli, 2006).

Questa conclusione individuata dagli autori però risulta essere in contrasto con quanto affermato dalla Teoria Classica secondo la quale, gli individui che agiscono in maniera del tutto razionale, si trovano a raccogliere informazioni solo fino a quando i costi marginali uguagliano il beneficio atteso incrementale, e questo fa sì che, i soggetti che si dimostrano essere più informati, possano ottenere anche dei rendimenti più elevati.

L'*overconfidence* inoltre, può portare gli investitori più informati ad estrapolare delle tendenze che vanno dal breve al medio/lungo termine e questo non è un effetto positivo in quanto, si traduce in movimentazioni di portafoglio che hanno luogo solamente perché si cerca di inseguire quelle che sono le tendenze del mercato e questo causa un minor rendimento.

Prendendo in considerazione tutti questi aspetti negativi causati da questa eccessiva fiducia in sé stessi e nelle proprie capacità, la conclusione corretta sarebbe quella di pensare che tali atteggiamenti, evidenziando dei continui risultati negativi, nel corso del tempo vengano corretti. Ma questo la maggior parte delle volte non avviene a causa di tutta una serie di motivi.

In caso si manifestassero delle perdite, l'avversione al rammarico porta a cercare una spiegazione plausibile, che induca a ridimensionare gli sbagli che sono stati compiuti, attribuendo tali errori ad un fattore esterno e quindi impossibile da prevedere e controllare oppure cercando di compensare la perdita subita con i guadagni che si sono realizzati precedentemente. Contrariamente, come ribadito più volte, in caso di successo gli investitori si attribuiscono tutti i meriti e quindi l'*overconfidence* aumenta di più

rispetto a quanto non diminuisca in seguito al riscontro di risultati negativi.

Gli studi condotti hanno potuto evidenziare perciò come l'*overconfidence* nel corso del tempo non tenda a diminuire ma anzi ad aumentare.

Fino a questo momento si sono elencati solamente gli effetti negativi che il *bias* può procurare, ma in realtà, all'interno dell'organizzazione aziendale, questo può portare motivazione, spingere le persone a fare di meglio e quindi si individuano tutta una serie di effetti positivi.

In una struttura aziendale ciò che risulta di estrema importanza è il collegamento che ci deve essere tra le persone che vi operano. Ma spesso questo, risulta difficile da ottenere perché, gli individui hanno degli interessi personali che da un lato, possono trovarsi in contrasto tra di loro e dall'altro invece, possono divergere dall'interesse generale dell'impresa, ecco perché si cerca di introdurre tutto un sistema di incentivazione che in qualche modo riesca a portare ad un allineamento tra gli interessi opposti.

Gervais e Goldstein (2007) hanno analizzato i vantaggi legati all'*overconfidence* manifestata dal *leader*.

Questi hanno cercato di analizzare un'azienda che deve prendere una determinata decisione cioè se assumere un manager razionale o uno *overconfident*. Sono riusciti ad evidenziare come, il soggetto che manifesta un'eccessiva fiducia nelle proprie capacità e abilità da un lato, permette di superare il problema del *free-riding*<sup>1</sup> da parte degli altri membri del gruppo e dall'altro, permette di aumentare il valore dell'azienda, perché spinge anche gli altri soggetti a fare del loro meglio.

Gli autori, hanno mostrato come, con il processo di *overconfidence* il valore dell'azienda sia destinato ad aumentare, infatti il manager, che dimostra di credere molto in sé stesso e che quindi ha fiducia nelle proprie capacità e nell'informativa che ha a disposizione, lo spinge a migliorarsi sempre di più e ad aumentare continuamente la propria conoscenza.

Questo effetto positivo che il *bias* produce sull'individuo si ripercuote anche negli altri agenti che quindi aumentano il proprio impegno, e di conseguenza si assiste ad un

---

<sup>1</sup> Il *free-riding* è il fenomeno che avviene all'interno di un determinato gruppo di individui, dove esiste un soggetto che evita di dare il proprio contributo in quanto ritiene che il gruppo possa raggiungere ugualmente il risultato anche senza la sua personale opinione. Poi però, può capitare, che il medesimo soggetto possa anch'esso beneficiare della decisione presa dal gruppo senza aver compiuto alcun sforzo.

innalzamento del livello delle sinergie che porta ad un maggior valore dell'azienda, proprio perché il lavoro congiunto da parte di più soggetti, quindi il mescolarsi di opinioni, conoscenze e informazioni differenti fanno sì che il progetto possa essere funzionale e che possa ottenere successo nel mercato (Gervais e Goldstein, 2007).

Si spiega così la presenza di manager *overconfident* all'interno delle imprese, queste portano necessariamente al miglioramento paretiano, ovvero avendo a disposizione delle determinate risorse iniziali, si assiste ad un perfezionamento apportato alla situazione di un determinato individuo senza però assistere al peggioramento dell'altro. Attraverso questo contesto si giunge all'ottimo paretiano dove non si può in alcun modo migliorare la situazione di un determinato soggetto senza arrecare danno all'altro e quindi si ha un'ottima allocazione delle risorse. È una situazione che porta benefici a tutti i soggetti che sono coinvolti.

Altro elemento importante, che in qualche modo potrebbe far aumentare la fiducia e spingere all'ottenimento di risultati più elevati per l'azienda, sono gli incentivi. Questi possono essere decisi a livello contrattuale e quindi sono fissi, oppure possono essere fonte di maggiore motivazione e quindi variabili e in questo caso si assiste ad un suo adeguamento, in base alle caratteristiche che presenta ciascun soggetto e ai risultati che questo riesce ad ottenere una volta inserito all'interno dell'azienda.

A sostegno di quanto affermato Gervais e Goldstein (2007), hanno condotto uno studio dal quale è emerso come, le aziende, possano contare su di un beneficio maggiore se danno un compenso più elevato al manager *overconfident* rispetto a quello razionale. Questo si dimostra infatti essere fonte di motivazione per gli altri individui, infatti è lui che con il suo essere sicuro di sé stesso condiziona in positivo gli altri individui ed è per questo motivo che gli spetta un compenso maggiore. Anche al manager razionale spetta un incentivo, anche se in forma più limitata, altrimenti la collaborazione tra i due soggetti finirebbe, e il valore extra non verrebbe in alcun modo prodotto.

Altra spiegazione individuata da Englmaier (2004) nell'indicare gli effetti positivi che un determinato manager *overconfidence* può portare all'interno di un'impresa devono essere visti in un'ottica strategica. Infatti, assumere un soggetto con fiducia nelle proprie capacità ed abilità, nonché nella possibilità per l'azienda di ottenere dei risultati maggiori rispetto alla realtà, può essere visto come uno stimolo e in qualche caso riuscire ad ottenere un vantaggio competitivo rispetto alle aziende concorrenti. Infatti il

soggetto si dimostra essere molto convinto delle proprie capacità e questo gli permetterà di adottare una politica più aggressiva perché poco avverso al rischio.

Ci possono essere perciò vantaggi non indifferenti all'azienda, così che possa ottenere risultati migliori rispetto alla concorrenza che invece si dimostra maggiormente attenta al rischio e quindi presenta strategie più caute. Però dell'altro lato, bisogna prestare attenzione perché, troppa *overconfidence* può portare a degli investimenti eccessivi e quindi a dei risultati che peggiorano invece che migliorare (Englmaier, 2006).

Gli autori Blanes I Vidal e Möller hanno sottolineato i vantaggi positivi dell'*overconfidence* legati però all'aspetto comunicativo del manager. Se tale soggetto, si mostra convinto e fiducioso nei riguardi dei risultati del progetto che vuole attuare, allora ci sono buone possibilità che possa trasmettere tale fiducia anche ai propri collaboratori, così che anche in essi nasca la convinzione che tale scelta sia la migliore.

La fiducia quindi svolge un ruolo estremamente importante, per riuscire a creare un collegamento tra l'impresa e il mercato.

L'azienda quando assume un determinato manager, investe su di lui e si aspetta che in futuro riesca a raggiungere i risultati che si è fissato, contando sulle capacità e sulle abilità che ha la convinzione di avere. Se i comportamenti, nel corso del tempo, si dimostrano essere coerenti, ecco allora che si manifestano le condizioni tali per cui si assiste ad un aumento della fiducia stessa.

Il trattare questo *sentiment* come un'aspettativa, comporta determinate conseguenze tra le quali:

- la fiducia fa riferimento ad azioni future e quindi incerte;
- l'oggetto della fiducia è l'azione che viene compiuta da soggetti terzi;
- la relazione di fiducia fa sì che, se viene realizzata, permette di individuare dei benefici che sono destinati a perdurare nel corso del tempo (Bhattacharya, Devinney, Pillutla, 1998).

La fiducia, attualmente, risulta essere estremamente importante per riuscire ad affrontare anche le più semplici attività, questa è considerata quasi un elemento che se presente permette di ottenere successi.

Per questo motivo deve essere costantemente alimentata, cercando però di tenerla sempre sotto controllo, infatti l'*overconfidence*, se sottovalutata, può essere causa di errori decisionali di non poco conto.

Concludendo si può affermare che tale *bias* è diventato un concetto interdisciplinare, infatti lo studio di questo fenomeno e il suo sviluppo continuano ad essere analizzati non solo in campo psicologico ma anche in quello economico e finanziario.

La nascita dell'*overconfidence*, il suo sviluppo, il suo carattere dinamico e la sua stretta dipendenza con il contesto che la circonda, sono discussioni che continuano a perseguire su più campi.

Numerosi modelli teorici ed empirici sono stati analizzati e hanno potuto fornire qualche spiegazione in più sul fenomeno. Tuttavia questi studi non sono riusciti a spiegare pienamente se gli effetti dell'*overconfidence* siano maggiormente positivi o negativi o se esista un livello definito ottimale di questa.

Una continua collaborazione tra gli psicologi e gli economisti offre sicuramente maggiori possibilità per sviluppare nuovi studi, e costruire concetti comuni che siano sicuramente più coerenti.

## Capitolo 4

### **CASO EMPIRICO: GLI ELEMENTI CHE DETERMINANO L'OVERCONFIDENCE IN UN INDIVIDUO**

Sommario: 4. La consulenza e la tollerabilità del rischio – 4.1 Il questionario – 4.2 I risultati evidenziati – 4.3 Le correlazioni – 4.4 I limiti riscontrati

#### 4. LA CONSULENZA E LA TOLLERABILITA' DEL RISCHIO

I soggetti, prendendo le loro decisioni di investimento, possono scegliere di gestire in modo del tutto autonomo il proprio portafoglio titoli o affidarsi ad un soggetto esterno, il quale, li aiuta a prendere decisioni il cui fine ultimo è quello di aumentare il benessere e la ricchezza degli investitori.

Studi, hanno dimostrato come, la Finanza Comportamentale, da un lato sostiene la consulenza, infatti gli individui spesso si trovano a dover effettuare scelte che divergono dal loro obiettivo di massimizzazione della ricchezza e del benessere, e dall'altro lato cerca di adottare un approccio prescrittivo<sup>1</sup>. Un buon consulente perciò non cerca né di appoggiare tutte le scelte dei soggetti ma neanche di imporre la propria idea e pretendere che le persone la comprendano e la applicano. Quindi è grazie alla Finanza Comportamentale, che il consulente finanziario può aiutare l'investitore, che molto spesso si dimostra essere inesperto e impreparato, a prendere delle decisioni che migliorano il loro benessere (Rigoni, 2006).

Nella consulenza finanzia circola l'idea secondo la quale, potendo contare sull'appoggio di un soggetto terzo esperto in materia finanziaria, le scelte di investimento cadranno su titoli che permettono di ottenere degli extra-rendimenti, rispetto a coloro che invece

---

<sup>1</sup>Un consulente adotta un'*impostazione normativa* quando cerca di convincere il cliente a cambiare opinione e ad applicare la sua idea, la quale quasi sicuramente porta all'ottenimento di un portafoglio ottimo. La seconda impostazione è quella *descrittiva*, che si mostra essere l'opposto della normativa, in quanto cerca di assecondare tutte le scelte prese dall'investitore. Infine vi è l'*impostazione prescrittiva* che in un certo senso cerca di mitigare, appianare gli aspetti divergenti che si manifestano negli altri due approcci. (Rigoni, 2006).

gestiscono in modo del tutto autonomo i loro portafogli titoli. Ma tale credenza talvolta non risulta essere assolutamente vera, infatti i consulenti, nella maggior parte dei casi, vengono scelti in maniera del tutto casuale o utilizzando metodi che non hanno nulla a che vedere con la loro capacità di ottenere dei risultati maggiori rispetto a quelli di mercato. In tali condizioni perciò risultano essere veramente pochi gli individui che, attraverso la consulenza fornita da un soggetto terzo, riescono ad ottenere dei rendimenti più elevati.

Il consulente tende ad assecondare tutte le decisioni che vengono prese dai propri clienti, ma questo non si dimostra essere del tutto corretto, infatti si dovrebbe presentare come quel soggetto che “educa e conduce per mano l’investitore lungo un percorso ricco di insidie” (Statman, 1999).

Secondo tale affermazione, il consulente dovrebbe essere il soggetto che, conosce perfettamente ogni suo cliente, sa quali esigenze ha e qual è il proprio grado di rischio, e quindi in base a tutto ciò lo indirizza verso gli investimenti che meglio riescono a soddisfare i loro bisogni e le loro esigenze. Però si possono riscontrare dei problemi di non poco conto quali ad esempio la difficile definizione di rischio e la difficile rilevazione del grado di soddisfacimento di un particolare bisogno. Risulta perciò essere particolarmente complesso riuscire a definire lo stato di appagamento riscontrato da un cliente a seguito di un determinato investimento. Altro problema riscontrato, è vedere come le scelte sono state effettuate pensando al futuro, e quindi, è praticamente impossibile capire oggi come evolverà in futuro la situazione e se questa riuscirà a soddisfare le esigenze manifestate (Rigoni, 2006).

Perciò, riuscire a convincere gli investitori che, il valore creato da un buon consulente, che riesce ad ascoltare le esigenze del soggetto e a supportarlo in qualsiasi decisione complessa, sia superiore rispetto al valore creato da una semplice consulenza effettuata sugli investimenti, e quindi mirata ad ottenere dei rendimenti più elevati, risulta essere particolarmente difficile.

Un primo passo estremamente importante da compiere è conoscere il profilo di rischio dell’investitore. Infatti un buon consulente deve riuscire a capire quale sia la tolleranza al rischio del cliente e di conseguenza prendere tutte le decisioni di investimento coerenti con il loro pensiero. La tolleranza al rischio risulta essere particolarmente difficile da riuscire a misurare, non esiste un metodo valido ed affidabile in modo

univoco, ma varia da soggetto a soggetto ed ecco perché nel valutarla bisogna prendere in considerazione alcuni aspetti base della psicomètria cioè la scienza che studia la misurazione delle caratteristiche psicologiche.

La tollerabilità al rischio perciò può essere definita come la “disponibilità ad assumersi rischi finanziari” (Rigoni,2006).

Questa però viene a dipendere da diversi fattori tra i quali si individuano:

- la ricchezza presente del soggetto e quella che in futuro si attende di avere, la sua capacità di risparmiare e l'aleatorietà dei redditi;
- l'orizzonte temporale di investimento;
- il carattere dell'investitore, come si comporta in situazioni di forte incertezza, se si tratta di un soggetto pessimista o se è un individuo *overconfidence*.

Tutti questi elementi spesso non presentano dei collegamenti tra di loro, ecco allora che per evitare confusione e commettere degli errori si cerca di distinguere la tolleranza al rischio dalla capacità di assumersi rischi (Roszkowski et al. 2005). Quindi mentre nel secondo caso si prende in considerazione solo il rischio che un soggetto si assume, tenuto conto della sua situazione socio-economica, nel primo caso entrano in gioco le variabili emotive che condizionano l'individuo, e in particolar modo ci si soffermerà ad analizzare il fenomeno dell'*overconfidence* nel condizionare tale profilo di rischio.

I consulenti, nel cercare di capire il grado di rischio che ogni investitore è in grado di assumersi, somministrano alla clientela tutta una serie di questionari, i quali in gran parte riescono a cogliere quale sia la capacità dell'individuo di assumersi rischi ma non a presentare elementi sufficienti per chiarire la tolleranza di questo nei confronti del rischio stesso, perché non riesce a descrivere le reazioni psicologiche ed emotive dei soggetti davanti ai diversi rischi finanziari.

Facendo riferimento ai questionari diffusi, questi devono essere costruiti in modo tale che i quesiti risultino essere più semplici e meno ambigui possibili, prendendo sempre in considerazione quale sia il livello culturale dei soggetti ai quali vengono sottoposti. Bisogna quindi cercare di eliminare qualsiasi elemento di ambiguità, nelle domande ma anche nelle risposte, in modo tale che queste non vengano erroneamente interpretate e aumentino la volatilità rendendo meno attendibile il risultato (Roszkowski, 2005). Numerosi elementi possono in qualche modo incidere e quindi portare a commettere degli errori, spesso alcune cause non sono controllabili, quali ad esempio, l'essersi

verificato da poco tempo un evento positivo o negativo che in qualche modo ha fatto aumentare o diminuire la fiducia che l'individuo ha in sé stesso. Risulta perciò essere particolarmente controverso definire quale sia la misura vera del costrutto, e proprio per questo motivo, risulta essere difficile anche riuscire a quantificare l'errore.

Il questionario per riuscire ad essere rappresentativo e cercare di ridurre al minimo lo sbaglio deve essere svolto su di un campione di soggetti di ammontare non troppo ristretto e contenere domande di numero non ridotto in modo tale da non condizionare l'attendibilità del test. Se si suppone ad esempio un questionario con solo 5 domande è impossibile riuscire ad esprimere un'elevata attendibilità, infatti basta semplicemente una risposta diversa dalle altre per riuscire a variare il risultato finale, ecco perché di solito ogni questionario si compone di un numero di quesiti che vanno da 20 a 25.

Prendendo in considerazione quanto appena affermato si può notare come i test che comunemente i consulenti propongono ai clienti, per riuscire a definire il loro profilo di rischio, non possono avere un'attendibilità particolarmente elevata, in quanto composti solamente da 10 massimo 15 domande. Anche se tutte queste fossero rivolte alla misurazione della tollerabilità del rischio, comunque non si riuscirebbe ad individuare un profilo dell'investimento soddisfacente, e quindi i test sarebbero poco credibili.

La validità di tale processo viene definita in base al grado con cui si riesce a raggiungere il risultato per il quale tale test era stato creato. Questo si può ottenere cercando di misurare i valori individuati con degli altri che fungono da standard, e il questionario, si dimostra essere corretto, solamente se esiste una correlazione tra i valori sufficientemente elevata. Tale valore ottimale dovrebbe aggirarsi attorno allo 0.4, infatti questa non dovrebbe risultare eccessivamente elevata in quanto una buona politica di investimento viene a dipendere anche da altri fattori quali, come detto in precedenza, la capacità di assumere rischi (Roszkowski, Grable, 2005).

Le prime evidenze empiriche a riguardo sono state effettuate da Yook e Everett (2003), i quali hanno effettuato sei diversi questionari a studenti di MBA, i quali però hanno riscontrato risultati poco soddisfacenti a causa della poca attendibilità e validità dei quesiti posti. Dai risultati evidenziati risulta particolarmente complesso individuare il grado di tollerabilità al rischio, però questo risulta essere meno importante rispetto al riuscire a prevedere quali saranno le conseguenze della mancata presa in coscienza della capacità di assumere rischi.

Infatti mentre nel primo caso questo comporta semplicemente una insoddisfazione per i risultati ottenuti dagli investimenti, nel secondo caso si assiste ad una scelta di titoli completamente inadatta rispetto quelle che sono le caratteristiche degli investitori e i risultati che questi vogliono ottenere. Entrambi però, tenendo conto del punto di vista del consulente, risultano essere problemi che cagionano conseguenze pesanti.

I soggetti infatti, possono decidere di interrompere il rapporto, e quindi di non farsi più aiutare dal consulente, oppure mantenerlo, ma essendo scontenti del servizio fornito, risulta essere difficile riuscire ad individuare la politica d'investimento opportuna, e sarà quindi compito del consulente riuscire a riconquistare la fiducia del cliente (Yook e Everett, 2003).

Il consulente, nel costruire il portafoglio titoli maggiormente adatto ad ogni soggetto deve innanzitutto riuscire a capire qual è la ricchezza dell'investitore (Pompian e Longo 2005). In questo caso Statman (2002) utilizza il termine di *status* nel quale si definisce non solo la posizione economica e sociale dell'individuo, ma anche se si presenta come soggetto *overconfident* e quali sono le sue aspirazioni future.

I soggetti tendono a comparare la propria ricchezza con quella degli altri individui che appartengono al medesimo gruppo sociale, e si assiste ad una aumento nella propria fiducia e stima quando sanno di possedere uno *status* che si dimostra essere superiore rispetto a quello degli altri.

Quindi il consulente deve tenere presente che lo *status* dipende principalmente da due punti di riferimento che sono:

- *benchmark di ricchezza*: rappresentano per un certo verso dei limiti per il consulente in quanto vengono a dipendere dal cliente dalle aspirazioni che questo manifesta, dal contesto sociale e ambientale in cui vive, dalle relazioni che intrattiene con gli altri soggetti. E se il cliente vuole aumentare il proprio *status* il consulente si deve in un certo senso adeguare;
- *benchmark di rendimento*: il consulente viene ad assumere un ruolo più importante in quanto cerca di conseguire gli obiettivi che vengono posti dal cliente.

Analizzando quindi la posizione assunta dal cliente, il consulente cerca di andare a individuare il giusto livello di rischio tale per cui i risultati possano essere raggiunti.

Si può notare come il rischio non sia un concetto matematico e statico ma presenti delle caratteristiche anche psicologiche. Il ruolo ricoperto dalle euristiche e dai fattori

psicologici risulta essere estremamente importante e può portare a disallineamenti sia tra la percezione soggettiva e quella oggettiva del rischio, ma anche delle relazioni controverse tra rischio e rendimento.

Per quanto riguarda la prima distorsione questa è confermata dall'evidenza sperimentale la quale ha individuato che il rischio che viene percepito dai soggetti presenta una correlazione piuttosto bassa con il rendimento dei titoli dei soggetti stessi, mentre è quasi perfettamente e negativamente correlata con il grado di comprensione dei prodotti dichiarato dagli individui (Wang et al. 2009). Bisogna però tener presente che, nel valutare il rischio, un soggetto molte volte può essere influenzato dal grado di conoscenza di determinati titoli o nella sicurezza nei confronti delle informazioni che l'individuo possiede. Ecco perché spesso, l'aver troppa fiducia nelle notizie che si hanno a disposizione e non contare sull'aiuto di un soggetto terzo, può condurre in errore e far valutazioni del rischio che risultano essere sbagliate.

Olsen (1997) in un suo studio, ha evidenziato come gli investitori hanno identificato il rischio come il pericolo di ottenere dei risultati che si dimostrano essere inferiori rispetto all'obiettivo che si erano posti.

Per quanto riguarda invece, la percezione della relazione che lega il rischio al rendimento, si nota come, anche questa può essere influenzata dalle euristiche e dall'uso di fattori emotivi. Analizzando il comportamento degli individui, si può notare, come questo sia guidato dall'istinto piuttosto che da un'analisi dettagliata sui profili positivi e negativi che vengono associati a tale scelta. Questa cosa con un consulente diminuisce in quanto si può contare su di un soggetto terzo, che ha maggiori competenze professionali e che si spera adotti una visione più razionale e non si lasci guidare troppo dai sentimenti. I consulenti, in questo specifico caso non devono, da un lato, farsi prendere dall'*overconfidence*, e cioè fare delle affermazioni che servono sì ad attirare clienti ma che poi difficilmente potranno essere realizzate, e dall'altro, non farsi condizionare dai clienti stessi i quali si dimostrano essere per primi *overconfidence*. La conseguenza sarebbe quella di creare delle attese di performance che si dimostrano essere troppo elevate e questo non farà altro che creare dei problemi nel rapporto di fiducia che esiste con il cliente (Kahneman e Riepe, 1998),(Bolhuis e Goodman, 2005). La percezione del rischio risulta essere assolutamente differente a seconda che si abbia a che fare con una donna o con un uomo. Molti studi infatti evidenziano come il sesso

femminile si dimostra essere molto più conservatore e molto più avverso al rischio, ecco allora che il consulente, dovrà puntare su prodotti che presentano livelli di rischiosità molto più bassi rispetto a quelli che invece consiglia normalmente agli investitori di sesso maschile (Eckel e Grossman 2002; Merrill Lynch, 1996; Wang, 1994).

Questo, come detto nel capitolo precedente, si deve al fatto che le donne sono molto meno *overconfident* rispetto agli uomini, e quindi manifestano un grado di certezza e di fiducia nelle loro informazioni e nella loro cultura finanziaria molto minore rispetto agli uomini (Gysler et al. 2002). La relazione che esiste tra *overconfidence* e il genere ha trovato conferme già a partire dal 1977 con Lewellen, individuando come gli uomini sono soggetti più sicuri di sé, che si affidano poco ai consigli dei consulenti, effettuano un *trading* maggiore e formulano delle previsioni che si dimostrano più ottimistiche rispetto a quelle effettuate normalmente dalle donne, le quali sono più caute.

Anche per quanto riguarda l'assunzione del rischio, studi hanno evidenziato come questa sia condizionata dal genere. Sunden e Surette (1998) hanno evidenziato come le donne tendono ad investire il loro denaro in titoli, che presentano un rendimento anche se inferiore ma soggetti a minor rischio. Altra particolarità evidenziata da Olsen e Cox (2001), è come le donne avvertono come più rischiosi gli *asset* che presentano una probabilità più elevata di incorrere in una perdita, mentre gli uomini, rilevano come maggiormente rischiose quelle attività in cui l'aleatorietà del valore risulta essere più significativa.

Barber e Odean (2001) definendo gli uomini più fiduciosi rispetto alle donne, risultano avere anche un *turnover* medio più elevato. Gli uomini, infatti, svolgono un'attività di negoziazione maggiore rispetto alle donne e quindi corrono maggiori rischi e hanno la possibilità di ottenere dei rendimenti che sono più bassi. In questo particolare caso allora, il consulente, deve cercare di aiutare il cliente e orientarlo verso le informazioni che sono veramente necessarie, magari verso quegli elementi che, non essendo particolarmente rilevanti, in qualche modo riescono a sfuggire alla loro attenzione. Devono inoltre cercare di convincere l'investitore ad essere meno *overconfidence* e a lasciarsi guidare dalla loro esperienza e professionalità.

Tuttavia però non è detto che la consulenza funzioni in ogni caso, infatti non si può escludere che siano gli stessi consulenti a commettere degli errori cognitivi e comportamentali (Rubatelli, 2006).

Da uno studio condotto da Guiso e Japelli (2006), è emerso come gli individui che fanno minore affidamento sui servizi di consulenza sono proprio coloro che sono maggiormente esposti agli errori cognitivi. Un esempio tipico che può essere citato è quello dei *traders* on line, che sono maggiormente esposti all'*overconfidence*, e quindi cercano di non delegare le proprie decisioni.

Gentile et al. (2006) ha condotto uno studio sulla situazione italiana e ha potuto evidenziare come questa si affida poco al servizio di consulenza. Hanno dimostrato che, la scelta di affidarsi ad un soggetto terzo, presenta una correlazione positiva con l'ammontare del patrimonio da investire e con l'avversione al rischio, ma non esiste, nessun collegamento con la cultura finanziaria. Il risultato di tale studio ha evidenziato come chi si affida ad un consulente ha una probabilità, pari al 20 per cento, di ottenere dei rendimenti più elevati.

Diversi studi hanno perciò cercato di evidenziare come gli individui molto spesso si comportino in maniera del tutto irrazionale, si lascino guidare dai propri sentimenti e questo li porta a commettere frequentemente degli errori cognitivi. La consulenza, in qualche modo, può riuscire a contrastare tali conseguenze negative guidando gli investitori nelle loro scelte.

Inoltre, una volta capito il profilo di rischio di un cliente, si riesce ad individuare i titoli più adatti alle loro esigenze e questo può portare ad una maggiore diversificazione del portafoglio, perciò la consulenza favorisce, in un certo senso, la diffusione del risparmio.

#### 4.1 IL QUESTIONARIO

L'obiettivo principale in questa particolare sezione è quello di andare ad individuare la presenza dell'*overconfidence* nel comportamento dei soggetti che assumono delle determinate decisioni di investimento.

Attraverso la somministrazione di un questionario, si cerca di studiare empiricamente, se ciascun individuo, che ha risposto alle domande, si dimostra essere troppo o troppo poco sicuro di sé stesso e delle capacità che possiede. In un secondo momento si passerà ad analizzare le relazioni che esistono tra questo fenomeno, gli aspetti socio-demografici degli individui, le loro esperienze e conoscenze a livello finanziario, ed

infine quale si dimostra essere il loro obiettivo d'investimento e come questi individui reagiscono di fronte al rischio.

Il questionario, compilato da un numero di soggetti abbastanza elevato, così d'avere un campione rappresentativo, è costruito in modo tale da riuscire a cogliere diverse informazioni al medesimo tempo. Si compone di quattro sezioni distinte al cui interno sono posti dei quesiti, ai quali, in alcuni si risponde semplicemente scegliendo tra una serie di opzioni, quella che sembra più opportuna, ad altre invece, il soggetto deve rispondere manifestando la propria preferenza all'interno di un intervallo valori.

La prima sezione è stata dedicata alla conoscenza del soggetto e quindi al proprio genere, al titolo di scuola superiore conseguito, cercando di capire quali sono le sue abitudini in campo finanziario ed economico. Tutta una serie di notizie che risultano utili per riuscire a capire meglio l'individuo che si cerca di analizzare.

La seconda sezione è dedicata alle conoscenze finanziarie che il soggetto ha potuto accumulare nel corso della sua esperienza passata. Avendo la consapevolezza che si tratta di studenti, e quindi soggetti particolarmente giovani e inesperti, si mette a confronto le loro abitudini con quelle di un componente della loro famiglia.

La terza parte riguarda gli obiettivi di investimento del soggetto. Sono perciò quesiti che cercano di indagare su quello che è lo scopo, le preferenze degli individui nell'investire in determinati titoli piuttosto che in altri, quale si dimostra essere la loro propensione al rischio e come si comportano in caso di perdite.

L'ultima sezione riguarda proprio i comportamenti adottati dai soggetti intervistati e quindi vengono poste domande specifiche riguardo il livello di *overconfidence* manifestato e di quanto sicuri in sé stessi sono gli individui.

Attraverso, tale strumento quindi, si cerca di andare a cogliere quale sia il profilo rischio/rendimento dei soggetti che manifestano dei comportamenti *overconfidence*. La prima parte del questionario è importante per riuscire a valutare l'appropriatezza del profilo identificato dell'investitore, mentre la seconda ne valuta l'adeguatezza.

## 4.2 I RISULTATI EVIDENZIATI

I questionari sono stati somministrati a studenti del secondo anno di Economia e Commercio, in totale ne sono stati distribuiti 100, di questi solamente 86 sono stati

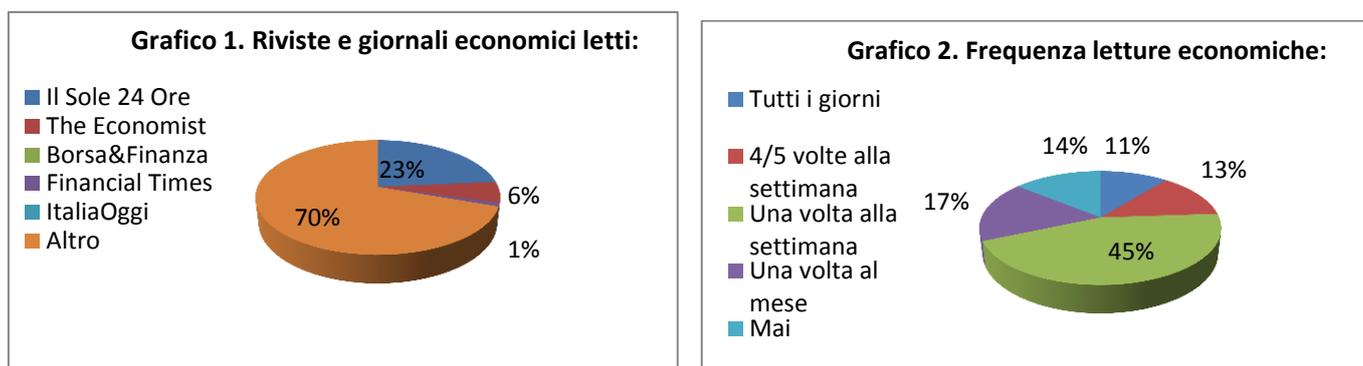
completamente compilati e restituiti, 6 risultano compilati parzialmente, ma vengono comunque utilizzati ai fini della ricerca, e 8 questionari invece mancano. Tutti i dati che sono stati raccolti sono stati rielaborati ed inseriti all'interno di un unico foglio Excel. Si è provveduto ad inserire manualmente ogni singolo dato e preferenza espressa dal soggetto e a calcolarne le relative percentuali.

Dalla prima sezione analizzata, e quindi dalle caratteristiche socio-demografiche degli studenti, è emerso come il campione analizzato, fosse composto per il 43.48 per cento da uomini e per il 56.62 per cento da donne, di età compresa tra i 19 e i 26 anni, provenienti per lo più da licei (52.17 per cento) e istituti tecnici commerciali e per il turismo (35.87 per cento).

Successivamente si è cercato di indagare su quali fossero le abitudini finanziarie dei soggetti, e quindi con che frequenza e quali riviste economiche preferiscano leggere e utilizzino per documentarsi, su quale potrebbe essere il futuro andamento del mercato finanziario.

Dalle risposte emerge come, la maggioranza dei soggetti, consulta le riviste almeno una volta alla settimana, mentre rappresentano una percentuale molto bassa, coloro che le consultano costantemente ogni singolo giorno.

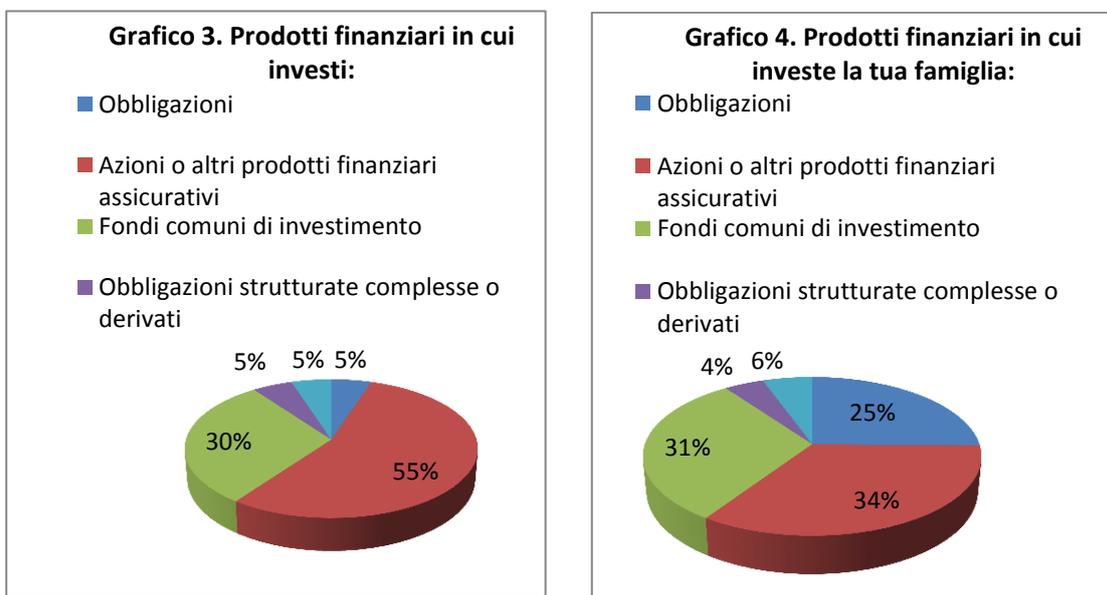
I quotidiani e le riviste maggiormente consultate, da quanto emerge dal test sono il Corriere, la Repubblica, Panorama economy (70 per cento), mentre il 23 per cento si affida a il Sole 24 Ore, e solamente pochi si trovano a consultare l'Economist e il Financial Times.



**Figura 4.1** *Frequenza di lettura di riviste e quotidiani finanziari ed economici per riuscire a prevedere meglio l'andamento nel mercato finanziario.*

La seconda sezione del questionario fa riferimento all'esperienza in ambito finanziario accumulata dal soggetto e alle conoscenze che esso possiede. Trattandosi di un campione particolarmente giovane, composto infatti da soggetti per lo più inesperti in questo campo (infatti solamente il 17.39 per cento di loro ha dichiarato di aver investito in titoli e solamente il 14.17 per cento ha confermato di avere una pregressa formazione in ambito finanziario), si è deciso di confrontarlo con quelle che sono le abitudini finanziarie dei componenti della loro famiglia. Ponendo queste due differenti domande è emerso come, anche se gli studenti attualmente (sia per mancanza di esperienza e conoscenza in questo campo, ma anche e soprattutto, per mancanza di denaro) non investono molto in titoli, comunque i loro genitori lo fanno. Il 72.83 per cento degli intervistati infatti, ha affermato, che un componente della famiglia investe in titoli finanziari, per la maggioranza in Azioni (34 per cento) e in Fondi Comuni di Investimento (31 per cento), e lo fanno da più di 5 anni (71 per cento).

Altra cosa particolarmente rilevante in questa sezione è notare come gli studenti si facciano guidare nelle loro decisioni proprio dai familiari ed ecco quindi perché si nota una preferenza, da entrambe le parti, nei confronti degli investimenti in Azioni e in Fondi Comuni di Investimento.

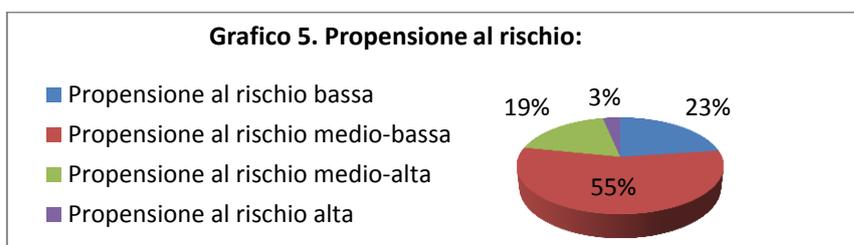


**Figura 4.2** Investimenti in titoli attuati dagli studenti e dai componenti della loro famiglia.

La maggior parte degli intervistati ritiene che l'obiettivo primario dell'investimento che attuano è quello di assistere ad una crescita moderata del capitale, anche se questo potrebbe significare incorrere in perdite che possono deteriorare il capitale inizialmente investito (45.65 percento).

Tale risultato, si dimostra essere in contrasto con la domanda successiva, la quale chiedeva di esprimere la propria propensione al rischio. Gli esiti hanno infatti evidenziato una certa prudenza negli individui, che si dimostrano essere cauti e non assumono volentieri titoli che potrebbero portare rischi particolarmente elevati.

Se si opera una distinzione tra genere, si può notare come siano le ragazze più caute e maggiormente avverse al rischio rispetto ai ragazzi che contrariamente sono disposti ad investire in titoli che presentano rischi più elevati.

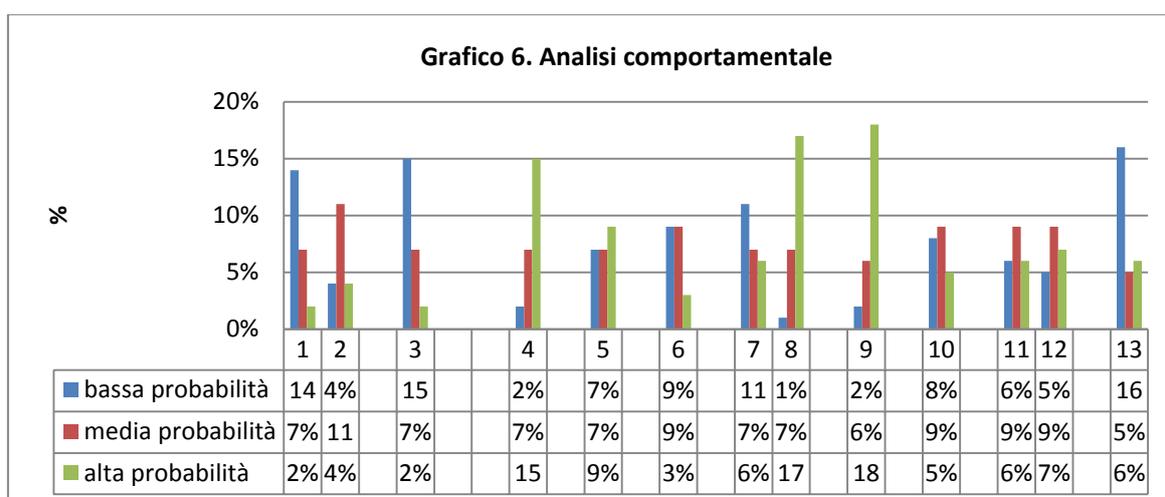


**Figura 4.3** *Propensione al rischio manifestata dai soggetti.*

Tale cautela e diffidenza nei confronti di investimenti che, presentano rendimenti elevati ma che portano con sé anche rischi maggiori, si è individuata anche rispondendo alle domande successive. Ad esempio, nel periodo corrente solamente una piccolissima percentuale (14 percento) di studenti sarebbe disposto ad investire in titoli che presentano elevati gradi di rischi. Così, anche se si manifestano andamenti negativi di mercato, solamente pochi aumenterebbero l'investimento in modo da poter acquistare delle quotazioni maggiori, mentre la maggior parte degli studenti afferma che manterrebbe l'investimento, sperando che in qualche modo riesca a recuperare il valore perso (48.91 percento), oppure disinvestirebbero in quanto non riescono a sopportare ulteriori perdite (27.17 percento).

Si dimostrano essere inoltre prudenti e poco fiduciosi nei confronti del futuro in quanto preferiscono accantonare i maggiori rendimenti derivanti dagli investimenti, in vista di spese future, piuttosto che reinvestirli ed ottenere così un maggior guadagno.

Ultima sezione di particolare interesse evidenzia il comportamento adottato dagli individui quando si trovano a dover compiere delle determinate scelte di investimento. Ponendo delle semplici domande si è potuto constatare il livello di ottimismo dei diversi soggetti nei confronti del futuro, e la fiducia che questi dimostrano possedere nelle loro capacità e abilità. Le risposte di ciascun soggetto sono state poste chiedendo di esprimere una preferenza, su di un *range* di valori che vanno da 1 a 3, dove 1 esprime una bassa probabilità di adottare quel determinato comportamento, 2 indica una probabilità intermedia e 3 invece una probabilità particolarmente elevata, nel manifestare il comportamento distorsivo, nella capacità di assumersi maggiori rischi anche a discapito dei rendimenti, e nelle opportunità che offre il futuro. Le risposte, a ciascun quesito, sono state raccolte in un foglio Excel e di seguito calcolate le percentuali, si è quindi cercato di rapportare ciascun risultato al numero di questionari che sono stati correttamente compilati.



**Figura 4.4** Grafico che illustra i comportamenti adottati dai diversi soggetti, nel prendere la decisione di investimento migliore.

*Nell'asse delle x sono elencati i numeri delle diverse domande poste agli studenti e nell'asse delle y la percentuale corrispondente al totale delle risposte date.*

Come affermato in precedenza il campione utilizzato per questa indagine si rileva essere composto da studenti, e solamente pochi hanno investito o investono attualmente in titoli. Le domande poste quindi, non cercano di andare ad indagare su quello che precisamente è il livello di *overconfidence* dell'individuo, in quanto i soggetti non dimostrano di avere l'esperienza e le capacità necessarie, ma si cerca solamente di

andare ad individuarne una stima. Sarebbe interessante riuscire a confrontare i dati individuati dagli studenti con quelli dei componenti della loro famiglia, i quali in larga percentuale investono in titoli e da maggior tempo. Si potrebbe così individuare, ad esempio, come sono più cauti nelle loro decisioni e come si dimostrano essere meno fiduciosi nelle loro capacità ed abilità proprio a causa della pregressa esperienza e dei rischi che si sono già trovati ad affrontare, cosa che invece un giovane non prende in considerazione.

Tuttavia, il campione analizzato dimostra avere un comportamento non eccessivamente orientato all'*overconfidence*.

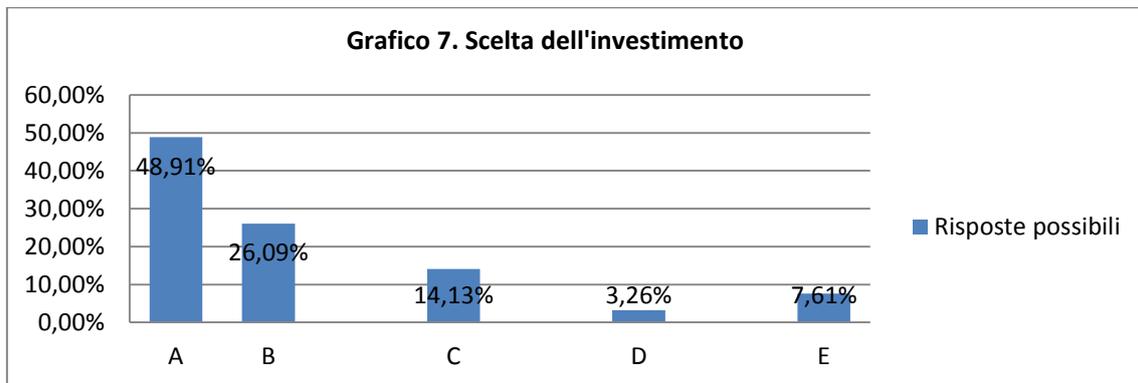
Come affermato in precedenza infatti, si dimostrano essere poco propensi al rischio, quando devono prendere determinate decisioni di investimento si soffermano ad analizzare di più le perdite che si possono riscontrare, piuttosto che i guadagni che nel lungo termine si possono ottenere dall'investire in determinati titoli, non credono che la decisione presa sia la migliore in assoluto e che quindi con quasi totale certezza possa generare dei ritorni positivi, non manifestano una eccessiva sicurezza nei confronti del futuro e non sono molto convinti che le loro aspettative in un futuro si realizzeranno. Una cosa evidenziata negli studi precedentemente analizzati e che trova conferma in questo caso empirico è vedere come la fiducia negli individui aumenta a seguito di risultati positivi (15 per cento), ed invece diminuisce a seguito di risultati negativi, ma molto meno rispetto a quanto non aumenti (9 per cento).

Tale preferenza del certo piuttosto dell'incerto, e quindi la possibilità di ottenere dei rendimenti non molto elevati ma sicuri piuttosto che rendimenti elevati ma soggetti ad un rischio maggiore è messo in evidenza da un esempio proposto nel questionario.

È stato chiesto agli studenti di scegliere tra diversi investimenti:

A	Un investimento che permette di ottenere ogni anno un rendimento del 3%
B	Un investimento che offre la possibilità di ottenere un rendimento pari a 0 con probabilità del 50% e 6% con probabilità pari al 50%
C	Un investimento che offre la possibilità di ottenere un rendimento pari a -3% con probabilità del 50% e 9% con probabilità pari al 50%
D	Un investimento che offre la possibilità di ottenere un rendimento pari a -6% con probabilità del 50% e 9% con probabilità pari a 50%
E	Nessuno dei casi precedentemente elencati

I risultati emersi evidenziano:



**Figura 4.5** *Preferenza manifestata da un soggetto relativa ad un investimento certo piuttosto che uno incerto.*

Si può perciò notare che l'alternativa D si dimostra essere la più rischiosa, in quanto è vero, che permette di ottenere dei rendimenti elevati, ma presenta altrettanto elevati rischi. Tale alternativa è stata preferita solamente dal 3.26 percento degli studenti. La maggioranza ha preferito l'alternativa certa, sicura e cioè un investimento che permetta di ottenere ogni anno un rendimento fisso pari al 3 percento. Se si vanno a calcolare i Valori Attesi<sup>1</sup> delle diverse scelte di investimento, si può notare come, nelle prime tre alternative questo risulta essere il medesimo, ovvero il 3 percento. Perciò considerando il Valore Atteso l'opzione A certa e le opzioni B e C incerte si dimostrano essere equivalenti. L'alternativa D invece presenta un Valore Atteso più basso dell'1.5 percento e quindi risulta essere quella che presenta un maggior grado di rischio. Ecco che, come detto in precedenza, anche in questo caso i soggetti si dimostrano essere avversi al rischio e poco fiduciosi nel futuro.

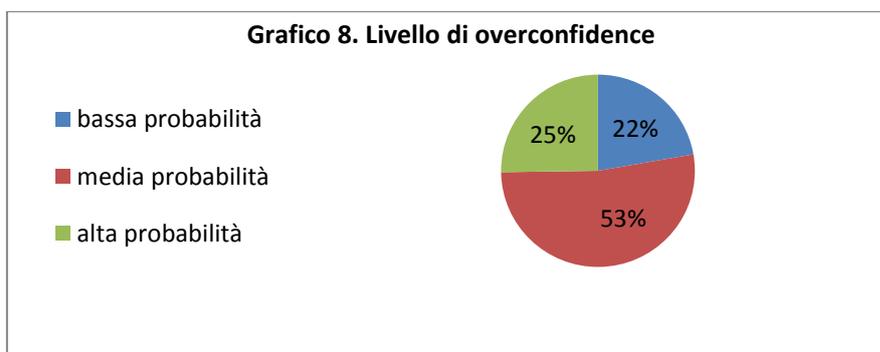
Concludendo si può perciò affermare che nel campione preso a riferimento i soggetti mostrano una propensione al comportamento distorsivo dell'*overconfidence* media.

Gli studenti infatti si dimostrano essere poco sicuri delle capacità che possiedono, sono timorosi nei confronti del futuro, infatti non pensano che le loro aspettative si realizzeranno, analizzano ogni singola alternativa concentrandosi maggiormente sui contro piuttosto che sui pro di ciascuna di esse, preferiscono farsi guidare da un esperto

<sup>1</sup>Il Valore Atteso è una media pesata, dove ciascun risultato che si può verificare viene moltiplicato per la sua probabilità.

nel prendere le decisioni di investimento e non si fidano del proprio intuito e delle proprie sensazioni. Si dimostrano essere avversi al rischio e preferiscono alternative certe anche se con rendimenti minori piuttosto che rischiare e scegliere titoli che presentano una piccola percentuale di rischio. Sono solamente un 25% i soggetti che si dimostrano essere speranzosi e credono nelle capacità che possiedono e pensano perciò di riuscire a “battere” il mercato ottenendo rendimenti più elevati. Si tratta comunque di individui giovani che hanno evidenziato di possedere poca esperienza nel campo, infatti la maggior parte di essi non ha mai investito e quindi ipotizza solamente quale potrebbe essere il comportamento adottato.

Comunque dai risultati emerge come, con il tempo e a seguito di riscontri positivi, la fiducia negli individui aumenterebbe e questi sarebbero portati ad assumersi maggiori rischi e a movimentare maggiormente il loro portafoglio titoli. Questo clima di sfiducia e questa avversione generalizzata potrebbe in parte essere spiegata dal contesto sociale ed economico in cui si versa in questo determinato momento.



**Figura 4.6** Livello di overconfidence manifestato dai soggetti.

### 4.3 LE CORRELAZIONI

Per riuscire ad individuare le correlazioni esistenti tra il fenomeno dell’*overconfidence* e le diverse sezioni di cui si compone il questionario, si è reso necessario riportare tutti i dati in un unico foglio Excel.

Siccome i quesiti erano posti in maniera differente, si è deciso di utilizzare i medesimi valori, per quelle domande che prevedevano una scelta ricompresa in un determinato *range*, provvedendo poi a individuarne la media, ed utilizzare variabili *dummy* di valore

1 o 0 qualora la domanda ponesse di scegliere tra una risposta affermativa e una negativa.

Calcolando il grado di correlazione si deve tener presente che questo può assumere valori ricompresi all'interno dell'intervallo che va da -1 (questo caso si manifesta quando si hanno due variabili che sono del tutto indipendenti) e 1 (quando le variabili sono dipendenti e quindi quando una di queste si muove l'altra varia nel medesimo verso). Se si individua un indice di correlazione pari a 0, bisogna prestare attenzione. Nel caso di valori compresi tra 0 e 1 la correlazione si dice positiva e tale positività aumenta man mano che ci si avvicina al valore 1, mentre nel caso di valori che da 0 si abbassano fino a -1 la correlazione assume dei gradi completamente diversi di negatività.

Si è cercato di individuare quale fosse il grado di correlazione tra il comportamento distorsivo e il genere e si è evidenziato un valore pari allo 0.048, questo risulta essere un valore positivo ma non sufficientemente vicino all'1 per riuscire a dare una spiegazione al fenomeno dell'*overconfidence*.

Il *bias* invece appare positivamente correlato all'interesse che gli studenti dimostrano nei confronti dell'andamento del mercato finanziario. L'indice assume un valore pari allo 0.13, questo sta a significare che maggiori sono le informazioni in possesso del soggetto, maggiore è la fiducia che questo dimostra d'avere in sé stesso.

Si tratta di soggetti giovani e ripongono molta fiducia nelle conoscenze ed informazioni che hanno in loro possesso. Analizzando l'intera sezione b, dedicata appunto alle conoscenze possedute si possono notare tutti indici positivi, infatti tali variabili sono collegate positivamente al fenomeno dell'*overconfidence* che non fa altro che aumentare, e tale effetto è tanto più evidente nel genere maschile rispetto a quello femminile, in quanto si sentono più sicuri di sé e movimentano maggiormente il loro portafoglio titoli. Dall'analisi svolta infatti si nota come le donne presentino molta meno fiducia nelle informazioni e nella conoscenza finanziaria che possiedono rispetto agli uomini, che si presentano come soggetti sicuri in sé stessi e nelle loro capacità e questo li spinge a svolgere maggiore attività di *trading*, e si nota anche la preferenza da parte di questi di non farsi aiutare da un consulente, ma di agire di testa propria.

Anche per quel che riguarda la propensione al rischio il grado di correlazione risulta

essere positivo. Questo infatti assume un valore pari allo 0.45 e ciò starebbe a significare che all'aumentare dell'*overconfidence* si assiste ad un aumento della propensione al rischio degli studenti. I soggetti infatti sicuri di sé stessi, specialmente a seguito di andamenti positivi del mercato, maturano la convinzione di riuscire ad ottenere dei risultati più elevati e quindi si assumono dei rischi sempre maggiori, tale comportamento è maggiormente evidente sempre nel sesso maschile.

Si può concludere pertanto affermando che il comportamento distorsivo dell'*overconfidence* è evidente nel campione di soggetti presi a riferimento per questo studio, e ha un impatto maggiore nel genere maschile rispetto a quello femminile.

Le rilevazioni che riguardano le conoscenze finanziarie e le esperienze pregresse in tale ambito, incidono positivamente sul livello di fiducia che i soggetti posseggono, in quanto maturano la convinzione di riuscire a capire il mercato e di prevedere quale sarà il suo futuro andamento.

Si individua una correlazione positiva anche per quanto riguarda gli investimenti, questo sta a dimostrare come, i soggetti si fanno guidare dalle proprie emozioni e dalla fiducia che dimostrano avere in loro stessi e nel futuro, questo come ribadito in precedenza non fa altro che contrastare ciò in cui si basava la Teoria Classica ovvero la perfetta razionalità dell'individuo.

#### 4.4 I LIMITI RISCONTRATI

Da quanto osservato si può concludere affermando che il campione analizzato presenta un livello di *overconfidence* medio.

I livelli più elevati sono raggiunti dagli uomini in quanto si dimostrano essere più propensi al rischio, maggiormente fiduciosi nelle proprie capacità e abilità, soprattutto se questi ritengono di avere buone conoscenze in campo finanziario ed esperienza passata, e questo fa sì che investano in titoli che presentano maggiori rendimenti ma anche maggiori rischi. Contrariamente le donne si dimostrano essere più caute e quindi si evidenziano delle propensioni al rischio più basse, infatti investono meno e se lo fanno si concentrano su titoli che presentano bassi rischi anche se ciò si traduce in rendimenti non molto elevati.

L'analisi svolta tuttavia presenta delle forti limitazioni.

Prima tra tutte è il campione analizzato, si tratta infatti di studenti iscritti al corso di economia del secondo anno e non veri e propri investitori. Si prendono a riferimento quindi individui che, per la maggior parte, non hanno mai investito in titoli e se lo fanno lo compiono da poco tempo e quindi non hanno l'esperienza necessaria per poter esprimere la propria personale opinione. Altro limite riscontrato sono il contenuto numero di osservazioni che si è raccolto, infatti i questionari, su cui poi sono state svolte le rielaborazioni dei dati sono 92, e quindi un numero non sufficientemente rappresentativo.

Da tali due limiti riscontrati sarebbe stato interessante riuscire a riproporre il questionario, oltre che ad un numero di soggetti più elevato, a degli investitori veri e propri, che hanno già accumulato esperienza finanziaria e hanno una padronanza maggiore e quindi maggior fiducia nelle proprie abilità e capacità e in qualche modo sanno già in che titoli investire data la loro propensione al rischio. Quasi certamente questi risulterebbero essere più cauti rispetto ad un giovane investitore che entra per la prima volta sul mercato e si dimostra essere estremamente fiducioso nelle sue capacità tanto da poter battere il mercato.

Sarebbe interessante inoltre somministrare il questionario anche ad un componente della famiglia dello studente, così da vedere quali sono le sue abitudini finanziarie e il comportamento che esso adotta nei confronti del rischio, delle aspettative che questo manifesta nel futuro, della fiducia che riserva alle sue capacità e come queste gli permettono di raggiungere dei risultati maggiori e vedere l'impatto che tutto ciò ha nello studente, ovvero se si lascia influenzare facilmente o se invece si comporta in maniera opposta, seguendo il suo istinto e quindi fidandosi non dell'esperienza passata del familiare ma delle proprie abilità.

Il risultato evidenziato di un non eccessivo livello di *overconfidence*, in parte contraddice ciò che si è affermato negli studi analizzati nel precedente capitolo.

Secondo questi infatti i soggetti che si trovavano ad investire per la prima volta, si dimostravano essere estremamente fiduciosi nel futuro, e nelle loro capacità circa l'ottenimento di risultati positivi, e in caso in cui questi si manifestavano realmente la fiducia in loro stessi non faceva altro che aumentare e li spingeva ad assumersi maggiori rischi. Solamente il passare del tempo, il riscontro di risultati negativi e l'esperienza accumulata permetteva di essere maggiormente cauti e attenti.

I risultati invece del questionario hanno in parte smentito questo, infatti i soggetti si dimostrano essere particolarmente attenti al rischio e timorosi nei confronti del futuro. Non credono che le sole conoscenze finanziarie che possiedono siano sufficienti per riuscire a battere il mercato e si dimostrano essere diffidenti nelle scelte che essi prendono, infatti la maggior parte non pensa che questa sia l'alternativa migliore e che quasi sicuramente possa generare dei ritorni positivi.

Tale poca fiducia che si diffonde tra gli individui potrebbe in parte essere spiegata della situazione economico finanziaria attuale e dalle prospettive circa il futuro che non si rilevano essere particolarmente favorevoli.

Il comportamento degli studenti quasi sicuramente è condizionato da questo contesto di forte incertezza che caratterizza il mondo attuale, e quindi preferiscono un rendimento del titolo minore ma certo piuttosto che uno elevato ma che in qualche modo possa deteriorare anche l'investimento inizialmente effettuato.

## CONCLUSIONI

Lo studio della finanza per un lungo periodo di tempo ha fatto riferimento al modello della Teoria Finanziaria Classica, la quale presuppone la perfetta razionalità nelle preferenze e nei comportamenti assunti dagli individui.

La Finanza Classica con la Teoria dell'Utilità Attesa e l'ipotesi dei mercati efficienti, che ne erano alla base, ha raggiunto il massimo successo a consenso nel 1970, per poi essere messa fortemente in discussione. Infatti sorgono degli interrogativi ai quali la Teoria Tradizionale non riusciva a trovare una risposta soddisfacente, ed ecco allora che nasce un nuovo campo di studi la cosiddetta Finanza Comportamentale.

Tale nuova teoria prevedeva che ai comportamenti finanziari tradizionali adottati dai soggetti si accompagnassero anche quelli derivanti dalla psicologia, dalla sociologia e dall'antropologia. Ecco che la Finanza Comportamentale può essere vista come quella scienza particolare che studia il funzionamento dei mercati e il comportamento adottato dai soggetti, utilizzando informazioni non unicamente finanziarie ma collegate alle scienze umane per riuscire ad avere una visione completa e il più realista possibile dell'intero contesto finanziario.

Tale nuovo studio è stato supportato dalla *Prospect Theory*, elaborata nel 1979 da Kahneman e Tversky, e sta alla base della Finanza Comportamentale e contraddice la Teoria dell'Utilità Attesa.

Tali autori sono anche i primi a definire che cosa sono e il ruolo ricoperto dalle euristiche. Queste regole molto semplici che permettono di risolvere e spiegare in modo elementare un problema che invece risulta essere particolarmente complesso. Spesso infatti si hanno troppe informazioni da dover elaborare e quindi si cerca di arrivare comunque alla decisione selezionando quelle che realmente si trovano ad essere rilevanti secondo le regole applicate. Molte volte le euristiche permettono di raggiungere elevati risultati altre volte invece, se mal applicate, conducono a commettere degli errori e forniscono dei risultati che si rilevano essere errati.

Inoltre la Finanza Comportamentale individua quali sono gli errori che gli investitori commettono quando si trovano a dover compiere determinate decisioni di investimento. Questi errori sono sistematici, persistenti e generali, in quanto gli investitori non adottano un comportamento perfettamente razionale, ma riscontrano da un lato limiti di

carattere conoscitivo ed informativo e dall'altro preferenze che sono del tutto instabili, un comportamento che viene condizionato da fattori emotivi, dalle esperienze pregresse del soggetto, dalle pressioni sociali e dal contesto di assoluta incertezza in cui tale investitore si trova a dover compiere delle determinate scelte finanziarie.

Per evidenziare maggiormente quanto si è affermato, si è deciso di approfondire uno di questi errori cioè l'*overconfidence*. Questo fenomeno deriva da una eccessiva fiducia che gli investitori ritengono di possedere nelle proprie abilità e capacità, infatti questi si ritengono essere superiori rispetto alla media.

Si è cercato d'andare ad indagar su quale fosse il ruolo ricoperto dal fenomeno all'interno dei mercati finanziari, vedendo come da concetto strettamente collegato al solo campo psicologico ha trovato estensione anche in materia economica e finanziaria.

Questo comportamento analizzato anche all'interno di un'azienda, prendendo in considerazione la figura di un manager *overconfidence* può portare a risultati sorprendenti. Il soggetto può essere un buon motivatore e quindi spingere le altre persone ad adottare un atteggiamento più positivo, si creano maggiori sinergie e così si possono ottenere dei risultati migliori, facendo crescere il valore dell'azienda.

Però se si prende in considerazione le decisioni di investimento un comportamento *overconfidence* da parte del soggetto potrebbe rilevarsi estremamente rischioso soprattutto nella fase di valutazione di un particolare progetto. In linea generale si dovrebbe investire in tutti i progetti che presentano un Valore Attuale Netto positivo, ma nel caso in cui il soggetto che si trova a decidere dove investire si dimostra essere eccessivamente sicuro nelle proprie abilità e capacità, questo si può convincere che grazie alla sua bravura l'investimento, se attuato, riuscirà a generare dei ritorni superiori alla media. Porterebbe perciò l'azienda a fare degli investimenti in progetti con Valore Atteso Netto negativo e questo può essere particolarmente pericoloso.

Nell'ultimo capitolo si è condotta un'analisi empirica attraverso la somministrazione di un questionario, il quale cercava di indagare sul comportamento dei soggetti quando si trovavano a dover compiere determinate decisioni di investimento, e in particolar modo rilevare se sono propensi al fenomeno dell'*overconfidence* o meno.

Si sono perciò raccolti ed analizzati i dati risultanti dalle domande dei questionari correttamente completati. Tale esperimento ha cercato di indagare su quale fossero i caratteri socio-demografici dei soggetti, sul livello di conoscenze finanziarie ed

esperienza accumulata, quale fosse la loro propensione al rischio e l'obiettivo dell'investimento degli studenti ed infine studiare il comportamento dei soggetti quando devono prendere determinate decisioni e in particolar modo il livello di *overconfidence*. Una volta esaminati i risultati si sono cercate le correlazioni esistenti tra le varie sezioni. Ciò che è emerso è la distinzione che esiste tra il genere, ovvero il campione manifesta un livello medio di *overconfidence*, questa risulta avere percentuali più elevate per quanto riguarda il genere maschile e più basse per quello femminile.

I ragazzi, proprio come evidenziato dagli studi teorici, manifestano una maggiore propensione per il rischio, dal quale si nota infatti una correlazione positiva, possiedono una maggiore fiducia in sé stessi e nelle informazioni che posseggono, sono più ottimisti nei confronti del futuro e dai risultati emerge come il livello di *overconfidence* aumenti all'aumentare delle conoscenze finanziarie ed esperienze che il soggetto accumula. Nelle ragazze invece tale correlazione esiste ma è molto inferiore, queste si dimostrano essere caute, molto meno propense al rischio e alla situazione futura, e l'*overconfidence* aumenta con l'aumentare delle conoscenze in campo finanziario e grazie all'esperienze accumulata ma in maniera inferiore rispetto a quanto si assiste invece nei ragazzi.

L'esperimento per riuscire ad evidenziare risultati maggiormente soddisfacenti dovrebbe essere svolto su di un campione più elevato e composto non solo da studenti, che nutrono poca esperienza e conoscenza, ma su veri e propri investitori che investono sul mercato da più tempo. Ecco che in questo caso si potrebbero evidenziare le differenze tra un campione giovane, inesperto che per la prima volta si affaccia al mercato con soggetti che invece già lo conoscono e quindi si dimostrano essere più cauti.

Comunque tale campione non risulta essere eccessivamente orientato all'*overconfidence*, ripone poca fiducia nel futuro e nelle conoscenze che posseggono e questo in parte potrebbe dipendere dal contesto sociale e politico in cui si versa in questo momento. Sarebbe interessante vedere come i soggetti si comporterebbero in circostanze differenti, in un contesto caratterizzato da minor incertezza e rischio rispetto quello attuale così da mettere a confronto i dati individuati e vedere se il livello di *overconfidence* aumenterebbe.

## APPENDICE A



### QUESTIONARIO SUL LIVELLO DI OVERCONFIDENCE

*Caratteri socio-demografici, conoscenze ed esperienze finanziarie, obiettivi d'investimento e comportamento adottato dagli individui.*

Il questionario si compone di diverse parti che presentano delle correlazioni, e si pone l'obiettivo di andare ad individuare la presenza di *overconfidence* nel comportamento degli investitori che assumono determinate decisioni di investimento.

#### SEZIONE A CARATTERISTICHE SOCIO-DEMOGRAFICHE

1. Genere :  M  F

2. Età : \_\_\_\_\_

3. Titolo di scuola secondaria conseguito:

Liceo	
Istituto tecnico commerciale e per il turismo	
Istituto tecnico per geometri	
Istituto tecnico industriale	
Altro	

4. Riviste e giornali che leggi:

Il Sole 24 Ore	
The Economist	
Borsa&Finanza	
Financial Times	
ItaliaOggi	
Altro	

5. Frequenza con cui leggi tali riviste e quotidiani:

Tutti i giorni	
4/5 giorni alla settimana	
Una volta alla settimana	
Una volta al mese	
Mai	

**SEZIONE B. ESPERIENZA FINANZIARIA E CONOSCENZE POSSEDUTE**

1. Ti aggiorni sull'andamento del mercato finanziario?

No	
Mi aggiorno solamente una volta al mese	
Mi aggiorno regolarmente una volta alla settimana	
Mi aggiorno regolarmente ogni giorno	

2. Hai mai investito in prodotti finanziari?

SI

NO

3. Se sì qual è la tipologia di prodotti finanziari in cui hai investito/investi normalmente:

Obbligazioni	
Azioni o altri prodotti finanziari assicurativi	
Fondi comuni di investimento	
Obbligazioni strutturate complesse o derivati	
Altro	

4. I componenti della tua famiglia hanno mai investito in prodotti finanziari?

SI

NO

5. Se sì qual è la tipologia di prodotti finanziari in cui hanno investito/investono:

Obbligazioni	
Azioni o altri prodotti finanziari assicurativi	
Fondi comuni di investimento	
Obbligazioni strutturate complesse o derivati	
Altro	

6. Viene presentata una scala di valori compresa tra 1 e 3, cercate di dare una risposta ai quesiti proposti per ciascuna delle categorie di strumenti finanziari. (Dove 1 indica bassa rischiosità e 3 invece indica una rischiosità elevata).

Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse	1	2	3
Fondi Comuni di Investimento o Sicav conformi alla normativa europea	1	2	3
Strumenti del Mercato Azionario e prodotti finanziari assicurativi	1	2	3
Fondi Comuni di Investimento o Sicav non conformi alla normativa europea	1	2	3
Obbligazioni complesse	1	2	3
Derivati	1	2	3
Con che probabilità investireste in obbligazioni o fondi monetari?	1	2	3
Con che probabilità investireste in azioni, fondi azionari o derivati?	1	2	3

7. Conoscenza che credi di possedere sugli strumenti finanziari esistenti:

<u>Base</u> : non si possiede nessuna conoscenza o solamente le cose principali	
<u>Media</u> : discreta conoscenza degli strumenti finanziari	
<u>Buona</u> : ampia conoscenza di strumenti finanziari semplici e complessi	
<u>Avanzata</u> : approfondita conoscenza degli strumenti finanziari	

8. Tipologia di servizi finanziari conosciuti:

Compravendita	
Collocamento e compravendita	
Collocamento, compravendita e gestione portafogli	
Altro	

9. Hai mai avuto una formazione in campo finanziario oppure possiedi una pregressa esperienza in tale ambito?  SI  NO

10. Da quanto tempo investi in strumenti finanziari?

Da 0 a 3 anni	
Da 3 a 5 anni	
Più di 5 anni	
Altro	

11. Da quanto tempo un membro della tua famiglia investe in strumenti finanziari?

Da 0 a 3 anni	
Da 3 a 5 anni	
Più di 5 anni	
Altro	

## **SEZIONE C OBIETTIVO DEGLI INVESTIMENTI E LA PROPENSIONE AL RISCHIO**

1. L'obiettivo nell'investimento è:

Conservazione del patrimonio	
Proteggere il capitale investito ricevendo flussi di cassa periodici costanti, di basso ammontare e prevedibili, quindi soggetti ad un rischio basso	
Proteggere il capitale investito ma ricevere dei flussi di cassa che non possono essere predeterminati ma di ammontare potenzialmente elevato	
Crescita moderata del capitale, anche se questo comporta una possibile perdita del valore inizialmente investito	
Crescita elevata del capitale anche se ciò può portare ad una perdita molto consistente del capitale	

2. La propensione al rischio che manifesti:

Propensione al rischio bassa	
Propensione al rischio medio-bassa	
Propensione al rischio medio-alta	
Propensione al rischio alta	

3. Viene presentata una scala di valori compresa tra 1 e 3, cercate di dare una risposta ai quesiti proposti per ciascuna delle categorie di strumenti finanziari. (Dove 1 indica bassa probabilità e 3 invece indica una probabilità particolarmente elevata).

Il rendimento che deriva dagli investimenti finanziari (sotto forma di dividendi, cedole..) ha un impatto sul tuo tenore di vita?	1	2	3
Se si verifica una perdita pari al 15% del capitale inizialmente investito, questo particolare fatto incide sul mantenimento degli impegni finanziari che devono essere assunti regolarmente?	1	2	3
Pensi che reinvestiresti i flussi, quali ad esempio le cedole o i dividendi, che vengono generati dagli investimenti?	1	2	3
Prevedi di sostenere una spesa consistente nei prossimi anni così da dover utilizzare gran parte degli investimenti effettuati in titoli?	1	2	3
Ritieni che i consulenti siano in grado di prevedere in modo attendibile quali saranno i futuri rendimenti dei titoli?	1	2	3
Nel periodo corrente in che percentuale investiresti in titoli che presentano elevati tassi di rischio?	1	2	3

5. La reazione che manifesti a seguito di movimenti negativi sul mercato:

Disinvesto immediatamente in quanto non riesco a sopportare ulteriori perdite	
Mantengo l'investimento sperando che riesca a recuperare il valore	
Attendo la realizzazione di un guadagno	
Aumento l'investimento in modo tale da acquistare delle quotazioni maggiori	

6. Quale pensi sia l'utilizzo migliore dei rendimenti che si sono ottenuti dagli investimenti attuati?

Reinvestire nei medesimi titoli o prodotti molto simili	
Tali maggiori flussi andranno a integrare il capitale	
Riuscire ad accantonarli in modo tale da utilizzarli per spese future	

## SEZIONE D IL COMPORTAMENTO ADOTTATO DAGLI INVESTITORI

1. Viene presentata una scala di valori compresa tra 1 e 3, cercate di dare una risposta ai quesiti proposti per ciascuna delle categorie di strumenti finanziari. (Dove 1 indica bassa probabilità e 3 invece indica una probabilità particolarmente elevata).

Come si dimostra essere la tua propensione al rischio?	1	2	3
Ritieni che il tuo reddito, a seguito dell'investimento, nel corso del tempo aumenterà?	1	2	3
Decidi di non affidarti ad un consulente, in quanto dimostri d'aver piena fiducia nelle tue capacità, con che probabilità investiresti in titoli che presentano rendimenti più elevati ma anche rischi maggiori?	1	2	3
Con che probabilità aumenterebbe la fiducia in te stesso a seguito di risultati positivi?	1	2	3
Con che probabilità diminuirebbe la fiducia in te stesso a seguito di risultati negativi?	1	2	3
Ritieni che a seguito di una serie di evidenze positive riscontrate, saresti motivato ad investire in titoli che presentano maggiori rischi?	1	2	3
Ti dimostri essere fiducioso nei confronti del futuro?	1	2	3
Quando devi prendere una determinata decisione di investimento ti soffermi a pensare se da quella decisione possono derivare dei guadagni?	1	2	3
Quando devi prendere una determinata decisione di investimento ti soffermi a pensare se da quella decisione possono derivare delle perdite?	1	2	3
Con che probabilità pensi che la decisione attuata sia la migliore in assoluto, e con quasi totale certezza genererà dei ritorni positivi?	1	2	3
Generalmente, ritieni che le tue aspettative saranno realizzate?	1	2	3
Qualora le tue previsioni si realizzassero, pensi che saresti portato ad una maggiore movimentazione del portafoglio titoli?	1	2	3
Se giochi d'azzardo ti aspetti di vincere?	1	2	3

2. Nel gestire i risparmi preferisci:

Decidere in modo del tutto autonomo	
Decidere personalmente ma dopo aver ascoltato il parere di un esperto	
Decidere dopo aver ascoltato l'opinione dei familiari	
Decidere l'investimento da attuare affidando ad altri la gestione, quindi contando su un consulente finanziario	

3. Tra i diversi investimenti proposti quale sceglieresti:

Un investimento che ti permette di ottenere ogni anno un rendimento del 3%	
Un investimento che offre la possibilità di ottenere un rendimento pari a 0 con probabilità del 50% e 6% con probabilità pari al 50%	
Un investimento che offre la possibilità di ottenere un rendimento pari a -3% con probabilità del 50% e 9% con probabilità del 50%	
Un investimento che offre la possibilità di ottenere un rendimento pari a -6% con probabilità 50% e 9% con probabilità pari a 50%	
Nessuno dei casi precedentemente elencati	

## BIBLIOGRAFIA

Alemanni B., Franzosi A. (2006), *“Portafoglio e psicologia dei trader online”*, *IlSole24Ore*.

Barber B., Odean T. (2000), *“Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”*, *Journal of Finance*.

Barber B., Odean T. (2001), *“Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”*, *The Quarterly Journal of Economics*.

Barberis N., Thaler R. (2002), *“A survey of survey of behavioral finance”*, University of Chicago.

Bernardo A., Welch I. (2001), *“On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs”*, *Journal of Economics and Management Strategy*.

Biais B., Hilton D., Mazurier K., Pouget S. (2005), *“Judgemental Overconfidence, self-monitoring and trading performance in an experimental financial market”*, *Review of Economic Studies*.

Black F. (1986), *“Noise”*, in *Journal of Finance*, vol. 46.

Chuang W.I, Lee B.S (2006), *An empirical evaluation of the overconfidence hypothesis*, *“Journal of Banking and Finance”*, Vol. 30.

De Long J.B., Shleifer A., Summers L.H., Waldmann R. (1990), *“Noise Trader Risk in Financial Markets”*, *Journal of Political Economy*, Vol. 98.

De Long J.B., Shleifer A., Summers L.H., Waldmann R. (1991), *“The survival of noise traders in financial markets”*, *Journal of Business*, Vol. 64.

Deaves R., Luders E., Schroder M. (2005), *“The Dynamics of Overconfidence: Evidence from Stock Market Forecasters”*, Discussion Paper, No. 05-83, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim.

Englmaier F. (2006), *“A strategic rationale for having overconfident managers”*, Working paper, Harvard University.

- Fama E. (1970), *“Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”*, Journal of Finance, vol. 25.
- Fama E. (1998), *“Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance”*, Journal of Financial Economics, vol. 22.
- Ferretti R., Rubatelli E., Rumiati R. (2011), *“La mente finanziaria. Economia e psicologia al servizio dell'investitore”*, Il Mulino.
- Fischhoff B. (1982), *“Debiasing, in Judgment under Uncertainty: Heuristics and biases”*, Cambridge University Press.
- Franzosini G., Franzosini S. (2010), *“Finanza Comportamentale. Psicologia delle scelte”*.
- Friesen G., Weller P.A., 2006, *“Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts”*, Journal of Financial Markets, Vol. 9
- Gentile M. e Siciliano G. (2009), *“Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria”*, Quaderni di Finanza Consob, Studi e Ricerche , n. 64.
- Gervais, S., e Goldstein, I. (2007), *“The positive effects of biased self-perceptions in Firms”*, Review of Finance.
- Gervais S., Odean T. (2001), *“Learning to Be Overconfident”*, The Review of Financial Studies, Vol. 14
- Glaser M., Weber M. (2005), *“Overconfidence of Professionals and Lay Men: Individual Differences Within and Between”*.
- Glaser M., Weber M. (2007), *“Overconfidence and Trading Volume”*, The Geneva Risk and Insurance Review, Vol. 32.
- Guiso L. e Jappelli T. (2006), *“Information Acquisition and Portfolio Performance”*, Cepr Discussion Paper n. 5901.

Heaton J.B. (2002), "*Managerial Optimism and Corporate Finance*", Financial Management, Vol. 31.

Hilary G., Menzly L. (2006), "*Does Past Success Lead Analysts to Become Overconfident?*", Management Science, Vol. 52.

Hirshleifer D., Luo G. Y. (2001), "*On the survival of overconfident traders in a competitive securities market*", Journal of Financial Markets, Vol. 4.

Kahneman D., Tversky A. (1974), "*Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*", Science, vol.185.

Kahneman D., Tversky A. (1979), "*Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*", Econometrica, vol. 47(2).

Kyle A.S., Wang F.A. (1997), "*Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?*", Journal of Finance, vol. 52.

Langer E.J. (1975), "*The Illusion of Control*", Journal of Personality and Social Psychology, Vol. 32.

Legrenzi P. (2006), "*Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*".

Linciano N.(2010), "*Errori cognitive e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*", CONSOB, Quaderni di finanza, vol. 66.

Malmendier U., Tate G. (2005), "*CEO Overconfidence and Corporate Investment*", Journal of Finance, vol. 60.

Miller E. (1977), "*Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion*", Journal of Finance, vol. 32.

Moro L. (2011), "*Finanza Comportamentale. Come investire in modo consapevole tra Portafogli Efficienti, Fondi comuni e Strategie di acquisto*", Bruno Editori.

Odean T. (1998), “*Are Investors Reluctant to Realize their Losses?*”, Journal of Finance, vol. 53.

Odean T. (1998), “*Volume, Volatility, Price, and Profit when All Traders Are Above the Average*”, Journal of Finance, vol. 53.

Olsen R.A. (1997), “*Investment Risk: The Experts’ Perspectives*”, Financial Analysts Journal, vol. 53.

Olsen R.A. e Cox C.M. (2001), “*The Influence of Gender on the Perception and Response to Investment Risk: The Case of Professional Investors*”, The Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 2.

Potito, L. (2009) “*Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*”, Giappichelli Ed.

Presson P. K., Benassi V. A. (1996), “*Illusion of control: A meta-analytic review*”, Journal of Social Behavior and Personality, vol. 11.

Righini E. (2013), “*Behavioural law and economics. Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*”, Franco Angeli Editori.

Rigoni U. (2006), “*Finanza comportamentale e gestione del risparmio*”, Collana di Studi di Economia degli Intermediari Finanziari, Giappichelli, Torino.

Roszkowski M.J., Grable J.E., (2005), “*Estimating Risk Tolerance: The Degree of Accuracy and Paramorphic Representations of the Estimates*”, Association for Financial Counseling and Planning Education.

Rubatelli E. (2006), “*Psicologia dei mercati finanziari: distorsioni cognitive, percezione del rischio e comportamenti collettivi*”, Giornale italiano di psicologia, n. 33.

Russo J., Schoemaker P. (1992), “*Managing Overconfidence*”, Sloan Management Review Vol. 33.

Shefrin H. (2007), “*Finanza Aziendale Comportamentale. Decisioni per creare valore*”, Apogeo.

- Shefrin H., Statman M. (1984), "*The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long*", *Journal of Finance*, vol. 40.
- Shleifer A. (2000), "*Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*", Oxford University Press.
- Skala D. (2008), "*Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review*".
- Sunden A., Surette B. (1998), "*Gender Differences in the Allocation of Assets in Retirement Plans*", *American Economic Review*, vol. 88.
- Taylor S., Brown J.D. (1988), "*Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health*", *Psychological Bulletin*, Vol. 103.
- Thaler R., Tversky A., Kahneman D., and Schwartz A. (1997), "*The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk-Taking: An Experimental Test*", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112.
- Tversky A., Kahneman D. (1986), "*Rational Choice and the Framing of Decisions*", *Journal of Business*, vol. 59.
- Tversky A., Kahneman D. (1992), "*Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*", *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 5.
- Von Neumann J., Morgenstern O. (1944), "*Theory of Games and Economic Behavior*", Princeton University Press.
- Wang P. (1994), "*Brokers Still Treat Men Better Than Women*", *Money*, vol. 23.
- Wang M., Keller C. e Siegrist M. (2009), "*The Less You Know, The More You Are Afraid of – A Survey on Risk Perception of Investment Products*", *Finrisk Working Paper*.
- Weinstein N.D. (1980), "*Unrealistic Optimism About Future Life Events*", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 39.

Yook K. and Everett R. (2003), *“Assessing risk tolerance: Questioning the questionnaire method. Journal of Financial Planning”*.

### **SITI WEB CONSULTATI**

<http://www.ilsole24ore.com>

<http://www.borsaitaliana.it>

<http://www.bancaditalia.it/>

<http://www.consob.it>