



UNIMORE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI
MODENA E REGGIO EMILIA

Dipartimento di Comunicazione ed Economia

**Corso di Laurea Magistrale in
Management e Comunicazione d'Impresa**

Anno Accademico 2024/2025

**Consulenza finanziaria e finanza comportamentale:
evidenze empiriche sugli operatori bancari**

Relatore:

Prof. Cerfogli Pierpio

Laureanda:

Torreggiani Sonia

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 LA FINANZA CLASSICA: ORIGINI, MODELLI E LIMITI	5
1.1 - La razionalità economica e l'homo oeconomicus	5
1.2 - La teoria dell'utilità attesa	6
1.3 - L'efficienza dei mercati finanziari (EMH)	10
1.4 - La teoria del portafoglio	15
CAPITOLO 2 NASCITA E SVILUPPO DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE	18
2.1 - Origini psicologiche: dal cognitivismo all'economia comportamentale	18
2.2 - La teoria della razionalità limitata	19
2.3 - La teoria del prospetto.....	20
2.4 - Le teorie comportamentali di Thaler	24
CAPITOLO 3 EURISTICHE, BIAS ED EFFETTI COMPORTAMENTALI	27
3.1 - Introduzione alle euristiche	27
3.2 - Euristica della rappresentatività	28
3.3 - Euristica della disponibilità.....	30
3.4 - Euristica dell'ancoraggio e aggiustamento	31
3.5 - Euristica dell'affetto e della familiarità	32
3.6 - Introduzione ai Bias cognitivi	33
3.7 - Overconfidence.....	34
3.8 - Avversione alla perdita.....	36
3.9 - Effetto dotazione (endowment effect).....	37
3.10 - Illusione di controllo	38
3.11 - Home bias	39
3.12 - Introduzione agli effetti comportamentali	40
3.13 - Disposition Effect	41
3.14 - Status Quo Bias	42
3.15 - Mental Accounting.....	43
3.16 - Effetto Gregge	44
3.17 - Overreaction e Underreaction	45
3.18 - Bolle speculative e crash di mercato.....	46
3.19 - Il contributo del nudge nella finanza comportamentale.....	47
3.20 - Implicazioni per investitori e intermediari	48

CAPITOLO 4 RUOLO DELLE BANCHE E DEGLI OPERATORI FINANZIARI.....	50
4.1 - Il processo di consulenza finanziaria: modelli e normativa MIFID	50
4.2 - Il comportamento degli operatori bancari.....	51
4.3 - Come le banche gestiscono l'irrazionalità dei clienti	53
4.4 - Riflessioni di sintesi sul ruolo degli intermediari finanziari.....	54
CAPITOLO 5 ANALISI EMPIRICA: METODOLOGIA E RISULTATI DELL'INDAGINE SUL PERSONALE BANCARIO	56
5.1 - Obiettivo della ricerca e quesiti	56
5.2 - Metodologia della ricerca	57
5.3 - Descrizione del campione	58
5.4 - Analisi dei risultati	61
5.5 - Implicazioni manageriali e comunicative.....	74
5.6 - Limiti della ricerca e sviluppi futuri.....	75
CAPITOLO 6 CONCLUSIONI.....	77
6.1 - Contributo della ricerca.....	77
6.2 - Riflessioni sul ruolo della comunicazione nella consulenza finanziaria	78
6.3 - Considerazioni conclusive.....	78
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	79
Allegato 1 - Questionario	82

INTRODUZIONE

Il processo decisionale in ambito finanziario è stato per lungo tempo interpretato attraverso la lente della finanza classica, un paradigma fondato sull'ipotesi di mercati efficienti e sulla figura dell'homo oeconomicus. Secondo questa visione, l'agente economico è un individuo perfettamente razionale, capace di massimizzare la propria utilità analizzando in modo oggettivo e istantaneo ogni informazione disponibile. Tuttavia, le ricorrenti crisi finanziarie e numerose evidenze empiriche hanno progressivamente messo in luce l'inadeguatezza di questo modello nel descrivere il comportamento reale degli individui, evidenziando come le decisioni di investimento siano spesso influenzate da fattori psicologici, emotivi e cognitivi che sfuggono alle leggi della logica matematica lineare.

Il presente lavoro di tesi si propone di esplorare il passaggio dalla finanza tradizionale alla finanza comportamentale, analizzando come quest'ultima integri i contributi della psicologia e delle neuroscienze per offrire una visione più realistica e complessa delle dinamiche di mercato. Partendo dall'esame dei modelli classici e dei loro limiti strutturali, l'analisi si sposta verso il concetto di razionalità limitata e la rivoluzionaria Teoria del Prospetto, che ha permesso di comprendere come il dolore per una perdita sia percepito in modo molto più intenso rispetto al piacere per un guadagno di pari entità.

L'elaborato prosegue con l'indagine delle euristiche e dei bias cognitivi, scorciatoie mentali e distorsioni sistematiche che portano gli investitori a commettere errori di valutazione prevedibili, alimentando fenomeni collettivi come le bolle speculative o il panico finanziario. Questa analisi non si limita alla figura del singolo risparmiatore, ma si estende al ruolo cruciale degli intermediari finanziari e delle banche. In un contesto normativo sempre più attento alla tutela del cliente, come previsto dalla direttiva MiFID, la consulenza finanziaria non può più prescindere dalla comprensione dei tratti psicologici dell'investitore.

A completamento della ricerca, è stata condotta un'analisi empirica rivolta al personale bancario, volta a verificare quanto la consapevolezza dei meccanismi comportamentali sia integrata nella pratica professionale quotidiana. I risultati emersi sottolineano l'importanza di un approccio che unisca competenze tecniche e sensibilità psicologica, suggerendo che il futuro della relazione tra banca e cliente risieda nella capacità di gestire non solo i capitali, ma anche le emozioni e le percezioni dei risparmiatori per guidarli verso scelte più consapevoli e coerenti con i propri obiettivi di vita.

CAPITOLO 1

LA FINANZA CLASSICA: ORIGINI, MODELLI E LIMITI

“In un mercato efficiente, i prezzi riflettono sempre pienamente tutte le informazioni disponibili”.
(Eugene Fama vincitore premio Nobel per l'economia nel 2013)

1.1 - La razionalità economica e l'homo oeconomicus

La teoria economica tradizionale si sviluppa nel corso dei secoli attraverso contributi di diverse scuole di pensiero.

Il periodo tra il XVIII e il XIX secolo viene definito periodo classico, gli studi economici distintivi questo periodo riflettono il dirompente periodo storico, caratterizzato dai grandi cambiamenti epocali che la rivoluzione industriale ha comportato: le innovazioni tecnologiche del periodo cambiarono i metodi di produzione, trasformarono le economie e la società, nacque il capitalismo industriale, l'urbanizzazione e le nuove condizioni economiche permisero la crescita demografica.

Nel periodo classico l'economia è legata alla psicologia, ne è la riprova il saggio “La Teoria dei Sentimenti Morali” (1759), scritto del filosofo ed economista scozzese Adam Smith (1723-1790), l'autore sottolinea come l'altruismo e l'immedesimazione sociale siano le forze motrici principali del comportamento, nella sua opera successiva “Ricchezza delle nazioni” (1776), prevale la motivazione dell'interesse individuale, pur non annullando completamente gli aspetti altruistici, analizza le pratiche morali dal punto di vista delle qualità della condotta e del carattere umano e di come gli essere umani considerino le conseguenze delle loro azioni sugli altri.¹

Anche il filosofo, giurista ed economista inglese Jeremy Bentham (1748-1832) evidenzia il legame tra psicologia ed economia attraverso la “teoria dell'utilitarismo” formulata nella sua opera maggiore “Introduzione ai principi della morale e della legislazione” (1789), presuppone

¹ Adam Smith, *La teoria dei sentimenti morali* a cura di Bonfiglioli R. e Felice D., Milano-Udine, Edizioni Mimesis, 2024

che un'azione è moralmente giusta se produce la maggiore felicità (intesa come piacere, beneficio, vantaggio o utilità sociale) per il maggior numero di persone, identificando l'utile con il piacere e la minimizzazione del dolore, ovvero con la minore possibilità di verificarsi di eventi spiacevoli, dallo studio dell'economia si passa ad un approccio comportamentista, che analizza le dinamiche comportamentali dell'individuo, le determinanti del comportamento umano teso al raggiungimento della felicità nella quale le dimensioni di piacere e sofferenza diventano centrali.

A partire dalla fine del XIX secolo, con l'avvento del periodo neoclassico, si assiste ad un progressivo allontanamento tra economia e psicologia, l'economia viene trattata alla stessa stregua di una scienza naturale, anche sulla spinta dell'influenza esercitata in quegli anni dalla teoria dell'evoluzione di Darwin.

Alla base delle diverse teorie sviluppatesi in questo periodo, vi è il presupposto comune, che gli individui agiscono in modo razionale, analizzando tutte le informazioni in loro possesso, vagliando ogni possibile scenario, per giungere alla miglior scelta possibile, lo studio dell'economia si riduce quindi ad una serie di modelli matematici predittivi, spesso però incapaci di rappresentare il mondo reale.

Con la scuola neoclassica prende forma il paradigma di "homo oeconomicus", fu coniato dal filosofo ed economista britannico John Stuart Mill (1806-1873) nel saggio "Sulla definizione di economia politica" (1836), pone come soggetto dell'attività economica un individuo astratto, caratterizzato da razionalità, perfetta informazione e conoscenza, interesse esclusivo per i propri fini, agisce solo sulla base di considerazioni tese a massimizzare il proprio benessere e la propria ricchezza, le sue scelte non sono condizionate dall'ambiente circostante, il suo comportamento rispetta criteri di coerenza interna.

Nascono in questo periodo diverse teorie, frutto di differenti scuole di pensiero, ma che rappresentano delle pietre miliari per l'evoluzione della teoria economica, come ad esempio la teoria dell'utilità attesa, l'ipotesi dei mercati efficienti e la teoria del portafoglio.

1.2 - La teoria dell'utilità attesa

La teoria dell'utilità attesa fu elaborata dal matematico e fisico ungherese John von Neumann (1903-1957) e dall'economista austriaco Oskar Morgenstern (1902-1977) nel loro libro "Theory of Games and Economic Behavior" (1944), nel quale esposero anche la celebre teoria dei giochi, successivamente sviluppata e ampliata dal matematico statunitense John Forbes

Nash jr. (1928-2015), che gli valse il premio Nobel per l'economia nel 1994.²

La teoria dell'utilità attesa è un modello filosofico ed economico che si prefigge di misurare e confrontare i risultati delle scelte individuali in condizioni di incertezza, sostenendo che la scelta che verrà fatta è quella che produce la massima utilità attesa, cioè l'individuo non si limita a guardare solo il valore monetario degli esiti, ma attribuisce importanza all'utilità soggettiva, cioè la soddisfazione che ciascun esito produce.

Tale teoria presuppone che gli individui valutino le scelte economiche considerando la quantità di utilità che viene prodotta, quindi costituiscono un ordine di preferenza tra le alternative disponibili e tendano a preferire quella che massimizza la loro utilità.

L'individuo viene considerato razionale e prevedibile, in grado di prendere decisioni in base alle proprie preferenze, la decisione finale nasce da una somma algebrica.

I cinque assiomi su cui si incentra la teoria dell'utilità attesa descrivono i requisiti di razionalità che, secondo il modello, gli individui dovrebbero possedere affinché le loro scelte siano coerenti e razionali:

1. *Comparabilità*: un individuo deve essere in grado di mettere a confronto più risultati incerti, stabilendo un ordine di preferenza o indifferenza tra le alternative disponibili;
2. *Transitività*: sia la preferenza che l'indifferenza sono transitive, nel senso che se tra tre alternative x, y e z il soggetto preferisce x a y allora preferirà anche x a z, se il soggetto è indifferente tra x e y allora sarà indifferente anche tra x e z;
3. *Indipendenza forte*: nel confrontare due opzioni occorre concentrarsi sugli elementi che differiscono tra le due opzioni, gli elementi comuni tra le alternative non influenzano la preferenza;
4. *Misurabilità*: per ogni alternativa incerta, vi è un unico risultato equivalente certo che è considerato come ugualmente desiderabile;
5. *Ordinabilità*: due giochi con gli stessi esiti risultano equivalenti se presentano la stessa probabilità di ottenere tali risultati, se le probabilità differiscono l'individuo sceglierà il gioco che ha una probabilità più alta di raggiungere il risultato preferito.

² La teoria dei giochi studia, attraverso modelli matematici, le interazioni strategiche tra più soggetti razionali, nei quali l'esito delle decisioni di ciascun giocatore dipende non solo dalle proprie scelte, ma anche da quelle degli altri partecipanti. In tale contesto, ogni giocatore agisce con l'obiettivo di massimizzare la propria utilità attesa.

Per esempio, se l'individuo deve scegliere tra le scommesse x, y e z:

- ✓ (X): 70% di probabilità di vincere € 750,00 – 30% di probabilità di vincere € 0,00;
- ✓ (Y): 33% di probabilità di vincere € 1.500,00 – 44% di probabilità di vincere € 250,00 – 23% di probabilità di vincere € 750,00;
- ✓ (Z): 12% di probabilità di vincere € 1.500,00 – 39% di probabilità di vincere € 250,00 – 21% di probabilità di perdere -€ 450,00 – 28% di probabilità di vincere € 0,00.

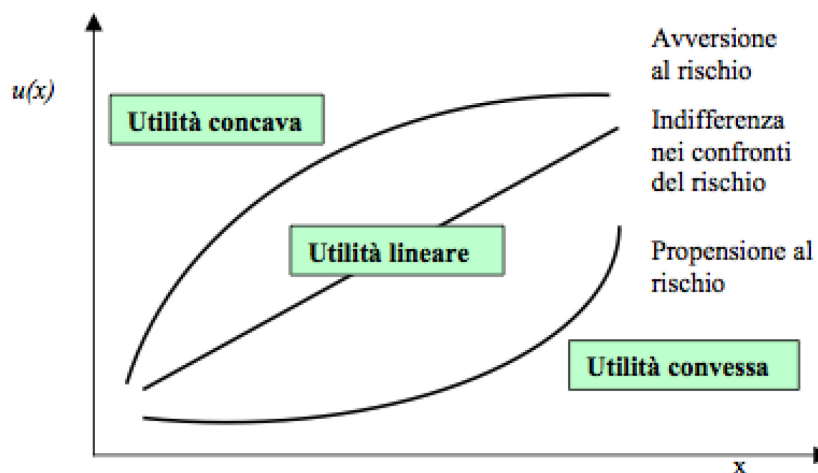
Per prima cosa deve valutare le proprie preferenze tra le scommesse, considerando la quantità di utilità che ogni scommessa produce.

La quantità di utilità viene determinata dalla sua funzione di utilità, che attribuisce ai diversi esiti di premio monetario un valore (livello di utilità del premio), tale funzione tiene in considerazione anche il grado di avversione al rischio dell'individuo, occorre considerare infatti che nei confronti del rischio non tutti gli individui si comportano allo stesso modo, gli atteggiamenti possono variare in base alla ricchezza posseduta o allo status sociale, alla propensione o meno al rischio e questo si riflette sulla concavità della funzione di utilità.

Entrando nel dettaglio, la propensione al rischio si riflette sulla concavità della funzione di utilità nel seguente modo (Fig. 1.1):

- ✓ Se l'individuo è avverso al rischio la funzione di utilità è concava, la funzione di utilità attesa di una scommessa sarà inferiore all'utilità di una somma certa equivalente al valore atteso della scommessa, in altre parole l'individuo preferisce una somma certa, senza rischio, rispetto ad una scommessa rischiosa di pari valore.
- ✓ Se l'individuo è neutrale al rischio la funzione di utilità è lineare, l'individuo è indifferente tra una scommessa e una somma certa pari al valore atteso.
- ✓ Se l'individuo è propenso al rischio la funzione di utilità è convessa, l'utilità attesa di una scommessa è superiore all'utilità di una somma certa pari al suo valore atteso, in altre parole l'individuo preferisce una scommessa rispetto ad un valore monetario di pari valore.

Figura 1.1 – Le diverse funzioni di utilità in relazione alla propensione al rischio:



Fonte: Luigia Barzaghi 2022

(<https://www.psicolab.net/rischio-tolleranza-decisioni-investimento/>)

Dopo aver identificato il livello di utilità di tutti i premi disponibili, l'individuo dovrà calcolare l'utilità attesa di ogni scommessa, si calcola come media ponderata delle utilità dei diversi esiti, pesate in base alle loro probabilità, secondo la teoria l'individuo perfettamente razionale sceglierà la scommessa con l'utilità attesa maggiore.

Tornando alle scommesse x, y, e z, poniamo che l'individuo abbia valutato ciascuna alternativa calcolandone l'utilità attesa mediante la propria funzione di utilità, ottenendo i valori riportati nelle parentesi:

- ✓ (X): 70% di probabilità di vincere € 750,00 (2) – 30% di probabilità di vincere € 0,00 (1);
- ✓ (Y): 33% di probabilità di vincere € 1.500,00 (4) – 44% di probabilità di vincere € 250,00 (1,35) – 23% di probabilità di vincere € 750,00 (-1,5);
- ✓ (Z): 12% di probabilità di vincere € 1.500,00 (4) – 39% di probabilità di vincere € 250,00 (1,35) – 21% di probabilità di perdere -€ 450,00 (0) – 28% di probabilità di vincere € 0,00 (1).

Procederà a calcolare l'utilità attesa di ogni scommessa, moltiplicando la probabilità che si verifichi l'evento per l'utilità attesa di ogni premio, secondo la funzione:

$$U(S) = p \cdot u(s_1) + (1-p) \cdot u(s_2)$$

$$(X) (0,70 \times 2) + (0,30 \times 1) = 1,70$$

$$(Y) (0,33 \times 4) + (0,44 \times 1,35) + [0,23 \times (-1,35)] = 1,60$$

$$(Z) (0,12 \times 4) + (0,39 \times 1,35) + (0,21 \times 0) + (0,28 \times 1) = 1,28$$

Secondo il modello della teoria dell'utilità attesa l'individuo dovrebbe scegliere la scommessa che comporta l'utilità maggiore, ovvero la scommessa (X).³

La teoria dell'utilità attesa, per lungo tempo incontrastata, si basa sulla razionalità dell'individuo, sul rispetto degli assiomi, su una eccessiva semplificazione del comportamento umano, non considera che nella realtà la razionalità è limitata, spesso gli individui agiscono d'impulso, sulla base di scorciatoie mentali (euristiche) che possono comportare errori sistematici (bias cognitivi), mettendo in luce discrepanze tra la teoria e ciò che accade nella realtà.

1.3 - L'efficienza dei mercati finanziari (EMH)

L'ipotesi dei mercati efficienti, indicata anche con l'acronimo EMH (Efficient Market Hypothesis), fu formulata dall'economista statunitense Eugene F. Fama (Boston, 14 febbraio 1939) nell'articolo "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" pubblicato nel Journal of Finance nel 1970.

Nel 1991 Eugene F. Fama pubblicò sul Journal of Finance un seguito dell'articolo intitolato "Efficient Capital Markets II".

Secondo questa teoria, un mercato in cui i prezzi riflettono in qualsiasi momento e pienamente l'informazione disponibile è definito "efficiente", in altre parole il prezzo delle attività scambiate riflette pienamente le informazioni rilevanti disponibili, ovvero le informazioni ricavabili dalle serie storiche, pubbliche e private, questo comporta che non ci siano possibili operazioni di arbitraggio e vige l'eguaglianza tra domanda e offerta (pieno equilibrio).

Se il mercato è quindi efficiente, cioè i prezzi variano inglobando immediatamente le informazioni disponibili, allora non è possibile ottenere rendimenti superiori a quelli del mercato, ad esempio, se un'azienda comunica un maggior utile rispetto alle aspettative le relative azioni aumentano immediatamente di prezzo adeguandosi alle nuove informazioni,

³ Capitolo 19 (2014) – L'avversione al rischio e l'utilità attesa
<https://www.slideserve.com/urban/capitolo-19-l-avversione-al-rischio-e-l-utilit-attesa>

salendo fino ad un nuovo livello di equilibrio in tempi così veloci da rendere impossibile la realizzazione di un profitto comprando il titolo dopo l'annuncio.

Al contrario, se il mercato è inefficiente, quindi i prezzi non incorporano tutte le informazioni esistenti, sarebbe possibile realizzare un profitto dall'analisi di quelle informazioni.⁴

La teoria dell'efficienza dei mercati finanziari prevede che un mercato possa dirsi efficiente solo in presenza di specifiche condizioni di carattere teorico, che garantiscono un corretto processo di formazione dei prezzi e l'impossibilità per gli investitori di ottenere rendimenti sistematicamente superiori alla media attraverso l'uso delle informazioni disponibili.

Affinché un mercato sia considerato efficiente, devono essere soddisfatte quattro condizioni:

1. *Investitori razionali*: gli investitori agiscono in modo razionale, cercando di massimizzare i propri profitti in base alle informazioni disponibili;
2. *Assenza di costi di transazione*: si ipotizza che non vi siano costi associati all'acquisto o vendita di titoli;
3. *Informazioni a costo zero*: i soggetti economici possono accedere alle informazioni necessarie per prendere decisioni senza sostenere i relativi costi;
4. *Aspettative omogenee*: tutti gli investitori hanno le stesse aspettative su come una notizia inciderà sui prezzi futuri e correnti di un titolo.

Nell'ambito della teoria dell'efficienza dei mercati finanziari, il concetto di efficienza non è univoco, ma comprende diversi aspetti del funzionamento del mercato.

Le diverse dimensioni dell'efficienza permettono di analizzare come funzionano i mercati finanziari, ossia se riescono a distribuire correttamente le risorse, a determinare prezzi adeguati, a garantire scambi ordinati e a riflettere le informazioni disponibili.

In letteratura si distinguono quindi quattro principali forme di efficienza:

1. *Efficienza allocativa*: gli operatori agiscono in modo razionale, cercano opportunità di investimento/finanziamento che massimizzi la loro utilità attesa, i capitali si muovono dai soggetti con surplus verso quelli con deficit fino a quando il rendimento ottenibile dal capitale tende ad allinearsi tra le diverse opportunità di investimento;
2. *Efficienza valutativa*: si realizza quando le informazioni disponibili vengono utilizzate correttamente per determinare il valore di un'impresa e il prezzo delle sue azioni;

⁴ Fama E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, Vol. 25(2), pp. 383-417 – 1970

3. *Efficienza tecnico-operativa*: è l'insieme delle organizzazioni e delle procedure grazie alle quali il mercato svolge le sue funzioni;
4. *Efficienza informativa*: i prezzi riflettono tutta l'informazione disponibile, per cui nessun investitore è in grado di ottenere rendimenti superiori alla media (nessuno è in grado di "battere il mercato") basandosi unicamente sulle informazioni a cui tutti gli investitori possono accedere.

Nell'ambito dell'efficienza informativa dei mercati finanziari, Eugene F. Fama ha proposto una classificazione che distingue diversi livelli in base alla quantità di informazioni riflesse nei prezzi degli asset. In particolare, l'autore individua tre forme di efficienza, che descrivono in che misura le informazioni disponibili vengono rapidamente incorporate nei prezzi di mercato. Questa classificazione è utile per comprendere se e quanto gli investitori possano ottenere rendimenti superiori alla media utilizzando le informazioni a loro disposizione:

1. *Efficienza in forma debole*: i prezzi incorporano tutti i dati passati ricavabili dalle serie storiche, ma gli investitori non possono prevedere i prezzi futuri basandosi sui prezzi passati, se l'efficienza dei mercati in forma debole non è contraddetta, l'utilizzo dell'analisi dei prezzi passati per la previsione futura è inutile, può funzionare solo in caso di mercati finanziari inefficienti.

Ad esempio se un'azione registra un rendimento positivo del 6% questo dato non fornisce nessuna informazione per prevedere l'andamento futuro del titolo, le oscillazioni giornaliere del prezzo sono indipendenti fra loro, presentano alcune autocorrelazioni ma in forma debole per essere sfruttate con profitto.

2. *Efficienza in forma semi-forte*: oltre a incorporare tutti i dati passati relativi alle serie storiche, i prezzi esprimono tutte le informazioni pubbliche disponibili, dai dati pubblicati nei bilanci aziendali ai dati finanziari della società, considerato che le informazioni aziendali sono già tutte incorporate nei prezzi lo studio dell'analisi per la previsione dei prezzi futuri è inutile.

Il tempo che intercorre tra la pubblicazione di un'informazione e il suo assorbimento nel prezzo è insufficiente per poter sfruttare quell'informazione in modo redditizio.

Un mercato efficiente in forma semi-forte è efficiente anche in forma debole.

3. *Efficienza in forma forte*: oltre ad incorporare tutti i dati passati relativi alle serie storiche, tutte le informazioni pubbliche disponibili, i prezzi rispecchiano anche le informazioni private, le cosiddette informazioni privilegiate. Anche in questo caso le

informazioni private risultano già tutte incorporate nei prezzi quindi lo studio dell'analisi per la previsione dei prezzi futuri è inutile.

Un mercato efficiente in forma forte è efficiente anche in forma semi-forte e debole.⁵

La teoria dei mercati efficienti è stata utilizzata per creare modelli predittivi dell'andamento dei mercati a medio e lungo termine; ha rappresentato l'orientamento economico fino ai primi anni del 2000.

Successivamente con le crisi finanziarie, sono state sollevate diverse critiche, in particolare con la crisi finanziaria del 2008 che sembrava dimostrare discrepanze significative tra i prezzi di mercato e i loro valori fondamentali⁶.

La teoria dei mercati efficienti afferma che non è possibile ottenere rendimenti sistematicamente superiori a quelli di mercato cioè non è possibile "battere il mercato", tuttavia, numerosi studi empirici successivi hanno individuato la presenza di anomalie, ossia scostamenti persistenti dei prezzi rispetto ai valori teoricamente corretti, che sembrano contraddire l'ipotesi di piena efficienza dei mercati. Tra queste anomalie rientrano:

- ✓ Effetto Gennaio (January Effect): i rendimenti azionari risultano insolitamente più elevati all'inizio dell'anno, secondo Geske e Roll (1983) è dovuto ad operazioni di ribilanciamento del portafoglio. Si è infatti scoperto che a fine anno la compravendita di titoli per fini fiscali si intensifica;
- ✓ Effetto fine settimana (Weekend Effect/Monday Effect): i rendimenti sono negativi al lunedì e positivi negli altri giorni della settimana, secondo Granger e Morgenstern (1970) la velocità con la quale funziona il meccanismo che genera i prezzi diminuisce nel fine settimana;
- ✓ Effetto cambio del mese: Lakonishok e Smidt (1988) notarono come i rendimenti azionari incrementavano l'ultimo giorno di ogni mese e per i primi tre giorni del mese successivo. Un riscontro simile venne ottenuto da Barone (1990) analizzando i rendimenti del mercato italiano mentre Ariel (1987) ottenne ulteriori evidenze, di come la variabilità dei prezzi aumentasse l'ultimo giorno del mese;
- ✓ Effetto vacanza: Jacobs e Levy (1988) osservarono che i titoli offrivano un maggior rendimento nei giorni che precedevano le feste, studiarono i rendimenti azionari dal

⁵ Fama E.F., *Efficient Capital Market: II*, in *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5 (dicembre), pp. 1575-1617 - 1991

⁶ Il *valore fondamentale o right value* rappresenta il valore "intrinseco" di un'attività finanziaria, ossia il valore che dovrebbe emergere sulla base dei fondamentali economici dell'emittente. In ambito azionario, il valore fondamentale è generalmente stimato considerando elementi quali gli utili attesi, i flussi di cassa futuri, le prospettive di crescita e il rischio dell'investimento.

1963 al 1982, scoprirono che il 35% della crescita dei prezzi azionari si verificava puntualmente negli otto giorni che precedevano le feste;

- ✓ Effetto calendario: Bouman e Jacobsen (2002) evidenziarono come, in particolar modo nei mercati europei, i rendimenti azionari siano maggiori nel semestre che va da novembre ad aprile di ogni anno;
- ✓ Effetto S&P 500: Harris e Gurel (1986) e Shleifer (1986) hanno dimostrato come l'inclusione di un nuovo titolo all'interno dell'indice S&P 500 garantisca al titolo stesso una sorta di premio del 3% sul prezzo precedente all'ingresso;
- ✓ Effetto condizioni atmosferiche: Hirshleifer e Shumway (2003) hanno constatato che le condizioni atmosferiche possono influenzare il mood degli investitori portando a differenti movimentazioni di mercato, sembrerebbe che il mercato abbia un "umore" e reagirebbe positivamente alle giornate di sole e negativamente a quelle di pioggia;
- ✓ Effetto Piccole Imprese (Small-Firm Effect): le azioni delle società con piccola capitalizzazione tendono a generare rendimenti superiori a quelle delle grandi aziende, anche a parità di rischio;
- ✓ Rendimento del Valore (Value Premium): nel lungo periodo le azioni "di valore" (con basso rapporto prezzo/valore contabile o prezzo/utigli), spesso sottovalutate dal mercato, tendono ad ottenere rendimenti superiori rispetto alle azioni "di crescita". Queste ultime sono titoli di società con elevate aspettative di sviluppo futuro, per le quali gli investitori sono disposti a pagare prezzi più alti, riflettendo valutazioni più elevate basate su prospettive di crescita piuttosto che su risultati già consolidati.

Il gran numero di evidenze empiriche, che negli anni ha dimostrato come il rendimento di mercato possa essere ampiamente "battuto" scredita quanto sostenuto dalla Finanza Tradizionale.

Anche la perfetta razionalità dell'investitore è stata oggetto di critiche, l'individuo considerato una macchina perfetta, volto a massimizzare la propria utilità attesa, viene definito come un essere scarsamente razionale, influenzato da pregiudizi cognitivi ed emotivi che lo conducono a decisioni non razionali, come ad esempio l'avversione alle perdite, l'eccessiva fiducia, l'ancoraggio o l'effetto gregge.

L'economista statunitense Fischer Black (1938-1995) nel 1986 asserisce che la maggior parte dei soggetti operano sul mercato non tanto sulla base di informazioni pregresse, ma di semplici “voci e rumori” (noises) cioè su fattori irrazionali e non informativi.⁷

La teoria sostenuta da Black ipotizza che molti investitori agiscano sulla base di informazioni deboli, sentito dire e fluttuazioni di mercato che non riflettono il vero valore degli asset, suggerendo che non tutti gli attori del mercato siano razionali e che il rumore può giocare un ruolo significativo nel determinare i prezzi.

Il concetto di “noise” mette in discussione l’idea di un mercato sempre efficiente e che i prezzi riflettano sempre il valore sottostante, aprendo la strada a speculazioni e volatilità guidate da fattori psicologici.

1.4 - La teoria del portafoglio

Nel 1952 l'economista statunitense Harry Markowitz (1927-2023) pubblicò sul *Journal of Finance* l'articolo “Portfolio selection” nel quale elaborò la teoria moderna del portafoglio (Modern Portfolio Theory – MPT), la sua analisi relativa ai vantaggi della diversificazione degli investimenti gli valse il Premio Nobel per l'economia nel 1990.

Precedentemente alla pubblicazione della teoria del portafoglio, la tendenza era quella di analizzare i singoli titoli, valutare il loro rendimento atteso e il rischio associato, non era considerata l'interazione tra i diversi titoli detenuti all'interno di un portafoglio.

Markowitz propose un nuovo approccio, ovvero la valutazione d'insieme dell'intero portafoglio e non i singoli titoli individualmente, un portafoglio ben diversificato infatti riduce il rischio complessivo senza sacrificare i rendimenti attesi. La sua idea era che combinando titoli con caratteristiche di rischio e di rendimento diversi, si potesse ottenere una distribuzione del rischio più favorevole.⁸

Il modello della teoria di Markowitz prevede l'ottimizzazione del portafoglio, costituendo quindi un portafoglio che offra il miglior compromesso tra rendimento atteso e rischio, il rendimento atteso è la media ponderata dei rendimenti attesi dei singoli asset del portafoglio, mentre il rischio è rappresentato dalla varianza o deviazione standard dei rendimenti.

Inoltre, secondo la teoria del portafoglio, scegliere titoli che offrono il massimo rendimento atteso non è sufficiente, occorre considerare la correlazione tra gli asset, cioè come i rendimenti dei diversi titoli si influenzano vicendevolmente.

⁷ Black F.(1986), Noise, in *Journal of Finance*, vol.46, pp.528-543

⁸ H. Markowitz, (1952), “Portfolio selection”, *Journal of Finance*

Se due titoli hanno una correlazione positiva alta (+1 perfetta correlazione lineare positiva), significa che i loro rendimenti variano in uguale proporzione e tendono a muoversi nella stessa direzione; se la correlazione è negativa (-1 perfetta correlazione lineare negativa), significa che i rendimenti tendono a muoversi in direzione opposte; quando il rendimento di un titolo sale l'altro scende in uguale proporzione, infine, una correlazione pari a zero, indica che i rendimenti sono indipendenti fra loro.

Combinando titoli che hanno correlazioni basse o negative, è possibile ridurre la volatilità complessiva del portafoglio e di conseguenza il rischio complessivo senza necessariamente sacrificare il rendimento, perché le perdite di un titolo possono essere compensate dai guadagni di un altro titolo, stabilizzando così il rendimento totale del portafoglio.

Al contrario, se fra i tassi di rendimento inseriti nel portafoglio vi è una correlazione alta o positiva, aumenta il rischio associato.

Viene definita “frontiera efficiente” l'insieme dei portafogli che ottimizzano il trade-off tra rischio e rendimento, in altre parole un insieme di portafogli ottimali che garantiscono il massimo rendimento possibile per un dato livello di rischio o viceversa il rischio minimo per un determinato rendimento atteso.

Secondo Markowitz, per ogni livello di rischio considerato, è possibile individuare un portafoglio efficiente che produrrà il massimo profitto possibile, per prima cosa occorrerà stimare la rischiosità e il rendimento di un insieme di titoli, la rischiosità viene stimata tramite la varianza o lo scarto quadratico medio derivante dalla variabilità dei rendimenti che il titolo ha avuto negli anni precedenti, mentre il rendimento si calcola basandosi sui dati storici. Tra i titoli selezionati verranno presi in considerazione quelli che a parità di varianza presentano un rendimento più elevato, è infatti ovvio che l'investitore non sceglierà mai a parità di varianza i titoli con un rendimento più basso. In questo modo è possibile ottenere una serie di portafogli ottimali che andranno a delineare la cosiddetta frontiera efficiente di Markowitz.⁹

Anche la teoria del portafoglio non è immune da critiche e limiti, il modello presuppone l'esistenza di mercati perfetti, nei quali non esistono costi di transazione, tasse e restrizioni sulla vendita allo scoperto¹⁰, gli investitori sono soggetti razionali, il periodo di investimento è unico, gli unici parametri che orientano la scelta sono il valore atteso e la deviazione standard.

⁹ Shefrin, H. e Statman M. (1985), “Behavioral Portfolio Theory”, Journal of Financial and Quantitative Analysis

¹⁰ Si parla di *vendita allo scoperto/short selling* quando si vendono azioni che non si possiedono, prendendole in prestito da un intermediario, con l'obiettivo di riacquistarle in seguito a un prezzo più basso, il profitto è dato dalla differenza tra il prezzo di vendita e quello di riacquisto, meno costi e commissioni.

Nella realtà però questi fattori risultano ben poco realistici, infatti gli investitori non hanno una razionalità assoluta, l'orizzonte di valutazione degli investimenti è molto lungo non è unico, esistono costi di transazione e imposte, le medie e le varianze dovrebbero riguardare i rendimenti futuri dei titoli, ma non essendo noti, il modello utilizza una stima dei dati storici, inoltre il mercato non è perfetto.

Infine, il modello presuppone che l'investitore debba considerare la propria utilità soggettiva, la propensione al rischio e la correlazione tra rendimenti di ogni investimento, ignora completamente i comportamenti irrazionali, i bias psicologici e le emozioni che influenzano le decisioni di investimento reali.

Nonostante i limiti della teoria del portafoglio, il modello viene ampiamente utilizzato ancora oggi nella gestione degli investimenti; consulenti finanziari, investitori individuali, gestori di fondi, sfruttando i principi della teoria possono costruire un portafoglio diversificato e ottimizzato bilanciando rischi e rendimenti.

Le teorie della finanza classica e neoclassica hanno rappresentato per decenni il principale paradigma interpretativo dei mercati finanziari, offrendo una struttura concettuale rigorosa basata sulla razionalità degli individui, sull'efficienza informativa e sulla misurazione quantitativa del rischio. L'ipotesi di razionalità perfetta, la massimizzazione dell'utilità attesa, l'efficienza dei mercati e la costruzione ottimale dei portafogli hanno costituito gli strumenti fondamentali attraverso i quali economia e finanza hanno analizzato il comportamento degli investitori e il funzionamento dei mercati.

Tuttavia, l'evidenza empirica e le crisi finanziarie hanno progressivamente messo in discussione la validità assoluta di tali modelli, evidenziandone i limiti strutturali di fronte alla complessità delle decisioni reali. Le anomalie ricorrenti, la presenza di comportamenti non coerenti con la massimizzazione dell'utilità e l'emergere di dinamiche irrazionali hanno mostrato che gli individui non agiscono sempre come agenti perfettamente razionali, né i mercati riflettono istantaneamente tutte le informazioni disponibili.

Queste criticità hanno aperto la strada ad una nuova prospettiva di analisi, in cui i fattori psicologici ed emozionali assumono un ruolo centrale nel determinare le scelte finanziarie.

Da questa esigenza nasce la finanza comportamentale, che, integrando economia, psicologia e neuroscienze, propone un modello più realistico e aderente ai comportamenti osservabili.

Il capitolo successivo approfondirà proprio questo cambio di paradigma, illustrando le basi teoriche, gli autori fondatori e i principali contributi che hanno ridefinito l'interpretazione del comportamento degli investitori e dei mercati.

CAPITOLO 2

NASCITA E SVILUPPO DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE

“Razionalità olimpica: può appartenere giusto ad un essere astratto, mitologico, forse ad una divinità, vivente appunto sul Monte Olimpo”.

(Herbert Simon vincitore premio Nobel per l'economia nel 1978)

2.1 - Origini psicologiche: dal cognitivismo all'economia comportamentale

Nel corso degli anni Cinquanta e Sessanta si sviluppa il cognitivismo, una corrente della psicologia che indaga i processi mentali legati alla percezione, all'attenzione, al linguaggio, alla memoria e al problem solving. L'individuo viene considerato come un elaboratore di informazioni dotato di capacità limitate, soggetto a emozioni, pressioni sociali e influenze contestuali. Questa prospettiva si diffonde rapidamente anche nelle scienze economiche e finanziarie, dando avvio a una vera e propria “rivoluzione cognitivista”.

La finanza comportamentale nasce proprio dall'integrazione tra economia e psicologia, proponendosi di analizzare i mercati finanziari tenendo conto dei limiti cognitivi e delle influenze emotive che caratterizzano il comportamento umano. Essa si discosta dall'ipotesi dell'agente perfettamente razionale e introduce una visione più realistica dell'investitore, riconoscendo che le scelte economiche non sono sempre guidate da criteri rigorosi di ottimizzazione.

In questo ambito possono essere individuati tre elementi fondamentali:

1. le euristiche, cioè regole intuitive che semplificano i processi decisionali;
2. l'inquadratura (framing), secondo cui le scelte dipendono dal modo in cui le informazioni sono presentate;
3. le inefficienze di mercato, che riflettono anomalie e comportamenti non coerenti con i modelli finanziari tradizionali.

Già nella fase classica, economisti come Adam Smith avevano osservato come gli individui tendano a sovrastimare le proprie capacità, a privilegiare il breve termine e a temere

maggiormente le perdite rispetto ai guadagni. Solo con lo sviluppo delle scienze cognitive, tuttavia, queste intuizioni hanno trovato una spiegazione teorica, aprendo la strada a un approccio interdisciplinare che ha profondamente modificato l'analisi economica.

A partire dagli anni Cinquanta, Herbert Simon mette in discussione l'idea di razionalità perfetta introducendo il concetto di razionalità limitata, mentre negli anni Settanta Kahneman e Tversky, con la teoria del prospetto, mostrano come le decisioni in condizioni di rischio siano influenzate da valutazioni soggettive, semplificazioni mentali e percezioni distorte delle probabilità. Successivamente, Richard Thaler amplia questi contributi studiando come tali deviazioni incidano concretamente sulle scelte economiche e sui mercati finanziari, aprendo nuove prospettive interpretative sulle anomalie di mercato e sul comportamento degli investitori.

I contributi di questi studiosi, approfonditi nei paragrafi successivi, rappresentano il nucleo teorico della finanza comportamentale contemporanea e costituiscono la base per comprendere le scelte degli individui in contesti reali, lontani dall'idealizzazione della piena razionalità economica.

2.2 - La teoria della razionalità limitata

Lo psicologo ed economista statunitense Herbert Simon (1916-2001), famoso per i suoi studi sul decision making nelle organizzazioni, con il testo "Administrative Behavior" (1947) ha ridefinito lo studio del comportamento decisionale nelle organizzazioni, introducendo l'idea che le decisioni assunte all'interno delle imprese o istituzioni siano guidate da processi cognitivi limitati, riconosciuto anche come un padre fondatore dell'intelligenza artificiale mediante lo sviluppo di modelli computazionali del pensiero umano attraverso il saggio "The Sciences of the Artificial" (1969), ha saputo integrare economia, psicologia cognitiva, informatica e sociologia, anticipando le riflessioni ancora attuali, sulla complessità decisionale, sull'apprendimento organizzativo e sull'interazione uomo-macchina.

In sintesi, lo studio di Herbert Simon non solo ha rivoluzionato il modo in cui comprendiamo il processo decisionale, ma ha anche fornito strumenti concettuali e metodologici per affrontare le sfide della progettazione dei sistemi intelligenti e dell'organizzazione del lavoro umano, anticipando molte delle questioni centrali del mondo contemporaneo.

Simon fu uno dei primi ricercatori a focalizzare l'attenzione sulla critica all'assunto di razionalità sul quale si basavano le teorie tradizionali, che definì ironicamente modelli della razionalità olimpica.

Il concetto di razionalità olimpica, secondo Simon, può appartenere solo ad un essere astratto, mitologico, magari ad una divinità vivente appunto sul Monte Olimpo, ma non sicuramente all'uomo, per quanto intelligente ed informato possa essere.

In contrapposizione al concetto di razionalità olimpica, Simon, propose il concetto di razionalità limitata (1957), come assunto su cui fare riferimento per la costruzione di modelli in grado di descrivere effettivamente il comportamento del decisore.¹¹

Secondo questo assunto il decisore per far fronte alle limitate capacità del cervello deve selezionare attentamente gli stimoli da cui viene subissato.

Questo processo di selezione lo porta spesso a fare scelte caratterizzate dal raggiungimento di soluzioni soddisfacenti piuttosto che ottimali. Il decisore, nelle situazioni complesse nelle quali deve elaborare molte informazioni adopera delle procedure cognitive, chiamate procedure *satisficing* o euristiche di ragionamento. Queste strategie soddisfano da un lato il bisogno di accuratezza della decisione, e dall'altro la necessità di contenere lo sforzo cognitivo. Per questo contributo Simon ricevette il premio Nobel per l'economia nel 1978.

Il lavoro di Simon segnò una svolta decisiva, oltre che un invito a considerare le variabili psicologiche nell'analisi del comportamento economico.¹²

2.3 - La teoria del prospetto

Negli anni Settanta i psicologi israeliani Daniel Kahneman (1934-2024) e Amos Tversky (1937-1996) elaborarono la teoria del prospetto (Prospect Theory), un modello innovativo che descrive in modo realistico i processi decisionali in condizioni di rischio e incertezza. Essa nasce come risposta alle limitazioni della teoria dell'utilità attesa, evidenziando come gli individui valutino gli esiti economici non secondo criteri puramente razionali, ma attraverso schemi cognitivi influenzati da percezioni soggettive, contesto e semplificazioni mentali.

La teoria si articola in due fasi principali: editing e evaluation.

Nella prima fase di editing (fase di strutturazione) le persone utilizzano specifiche strategie mentali per inquadrare e riformulare il problema decisionale, semplificando gli scenari, individuando punti di riferimento e riducendo la complessità informativa.

Questo processo è caratterizzato dall'utilizzo di filtri cognitivi, indispensabili per non sovraccaricare il sistema cognitivo umano, il quale presenta determinati limiti biologici.

¹¹ Simon H. (1955), A Behavioral Model of Rational Choice, The Quarterly Journal of Economics, vol. 69, pp. 98-118

¹² Un'introduzione alla psicologia delle decisioni: l'incoerenza delle preferenze <https://www.psicologiadellavoro.org/psicologia-delle-decisioni-razionalita-olimpica-vs-razionalita-limitata/>

Gli autori Kahneman e Tversky, durante il processo di strutturazione, identificano sei operazioni mentali messe in atto dal soggetto:

1. La codifica: il soggetto esamina i possibili esiti in relazione ad un punto determinato e non in assoluto, ad esempio tende a valutare le variazioni di ricchezza non in base al suo valore, ma ad un punto di riferimento determinato da lui stesso. Infatti, nella teoria classica un esito che porta ad un valore di 100 viene valutato in ugual modo da qualsiasi individuo, nella teoria del prospetto invece, questo non avviene necessariamente perché il punto di riferimento può essere differente. Se ad esempio, un individuo acquista un titolo al prezzo di 80, mentre un altro al prezzo di 120, è probabile che per il primo il punto di riferimento sia il prezzo di 80, mentre per il secondo sia il prezzo di 120; quindi il primo percepirà un guadagno mentre il secondo una perdita. Gli effetti non sono trascurabili perché, identificare un risultato come un guadagno o una perdita, influenza fortemente l'atteggiamento verso il rischio. L'operazione di codifica rappresenta un passaggio importante perché il suo risultato non è certo, dato che il processo di scelta dipende dalle esperienze accumulate, dall'istruzione, dalla cultura dell'individuo e dal framing¹³ del problema.
2. La combinazione: questo processo permette di combinare le probabilità di risultati identici. Se ad esempio, abbiamo due esiti che implicano ognuno un guadagno di 100 con probabilità diverse, rispettivamente 0,2 e 0,6, possono essere combinati sommando le probabilità, così da ottenere un risultato di 100 con una probabilità di 0,8.
3. La segregazione: durante questa fase l'individuo divide la parte priva di rischio da quella rischiosa.
4. La cancellazione: tramite questa operazione gli individui rimuovono gli elementi simili all'interno dei problemi di scelta, alcune volte variando sostanzialmente ed arbitrariamente i termini del problema.
5. La semplificazione: tale termine si riferisce al fatto che gli individui sono propensi ad arrotondare i valori degli esiti e le rispettive probabilità. Se ad esempio, si considera un esito pari a 123 con probabilità 0,38, esso verrà probabilmente trattato come un esito 120 con probabilità 0,4. Un altro effetto che si può riscontrare durante questa fase è l'eliminazione di eventi davvero poco probabili che vengono considerati automaticamente impossibili.
6. La rilevazione della dominanza: consiste nel verificare se alcune alternative siano chiaramente peggiori di altre. Un'alternativa è considerata dominata quando esiste un'altra

¹³ Per *effetto framing* si intende il modo in cui un problema di scelta viene posto, infatti al variare della forma di presentazione della scelta possono variare le preferenze del soggetto.

scelta che garantisce risultati uguali o miglior. In questo caso, un decisore razionale dovrebbe escludere l'alternativa dominata, poiché non rappresenta mai la scelta più conveniente. Questo passaggio permette di eliminare opzioni inefficienti e di rendere il processo decisionale più semplice ed efficace.

Nella seconda fase di evaluation (fase di valutazione delle alternative) gli esiti vengono valutati tramite una funzione di valore e una funzione di ponderazione delle probabilità, che descrivono in modo chiaro le deviazioni dai modelli classici.¹⁴

E' evidente come questa seconda fase non sia il risultato di scelte basate sulla piena razionalità degli individui, ma è il frutto di errori cognitivi ed emozionali presenti all'interno della prima fase di strutturazione.

L'elemento centrale della teoria è dunque la funzione valore, che sostituisce la funzione di utilità tradizionale. Essa non valuta gli esiti in termini assoluti, ma in relazione a un punto di riferimento (reference point), spesso coincidente con lo stato attuale dell'individuo o con le sue aspettative.

La funzione valore presenta tre caratteristiche distintive (Fig. 2.1):

1. Concavità nel dominio dei guadagni

Indica un atteggiamento di avversione al rischio quando si considerano possibili guadagni: l'aumento di benessere psicologico derivante da un guadagno addizionale decresce progressivamente.

2. Convessità nel dominio delle perdite

La stessa quantità perduta produce un impatto emotivo maggiore quanto più l'individuo si allontana dal punto di riferimento, generando propensione al rischio per evitare ulteriori perdite.

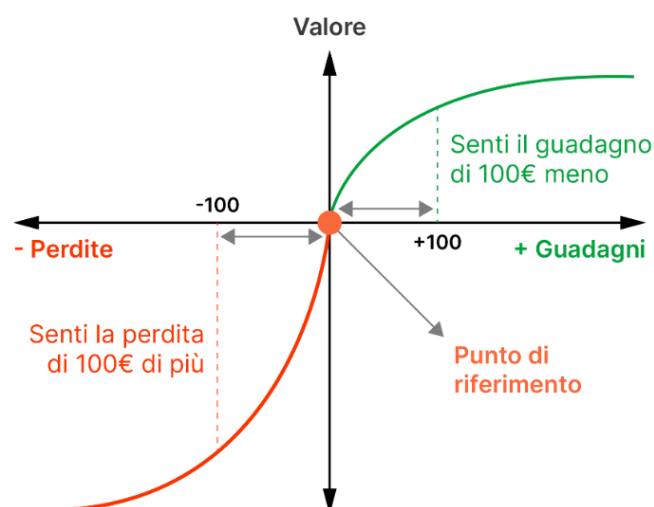
3. Maggiore pendenza nella zona delle perdite

Questo aspetto rappresenta l'avversione alla perdita, secondo cui l'impatto psicologico associato a una perdita è superiore alla soddisfazione generata da un guadagno di pari entità. Kahneman e Tversky stimano che, in media, le perdite vengano percepite come circa due volte più intense dei guadagni equivalenti.¹⁵

¹⁴ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–291

¹⁵ Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193–206

Figura 2.1 – Avversione alle perdite (teoria del prospetto):



Fonte: Massimo Malaguti 2025 - (<https://www.cambiarisipuo.org/la-teoria-del-prospetto/>)

Oltre alla funzione valore, la teoria introduce una funzione di ponderazione delle probabilità che descrive come le persone non utilizzino le probabilità oggettive in modo lineare. Gli individui tendono infatti a:

- ✓ sovrastimare le probabilità molto basse, attribuendo eccessiva importanza ad eventi rari;
- ✓ sottostimare le probabilità elevate, riducendo il peso di eventi altamente probabili;
- ✓ trattare in modo discontinuo la differenza tra una probabilità pari a zero e una minima probabilità positiva.

Queste distorsioni conducono a decisioni apparentemente incoerenti, come l'acquisto di assicurazioni per eventi improbabili o la partecipazione a giochi d'azzardo con scarse probabilità di vincita.¹⁶

Le combinazioni tra funzione valore e ponderazione delle probabilità generano una serie di comportamenti osservabili nei mercati finanziari, tra cui:

- ✓ disposition effect: tendenza a vendere troppo presto gli investimenti in guadagno e a mantenere in portafoglio quelli in perdita;
- ✓ house money effect: maggiore propensione al rischio dopo aver ottenuto un guadagno;
- ✓ effetto certezza: preferenza per esiti considerati sicuri rispetto a opzioni aleatorie con valore atteso superiore;

¹⁶ Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). *The framing of decisions and the psychology of choice*. Science, 211(4481), 453–458

- ✓ **overweighting degli eventi rari:** eccessiva attenzione verso scenari estremi, spesso enfatizzati dalla comunicazione mediatica.

La teoria del prospetto rappresenta uno dei contributi più influenti della finanza comportamentale e costituisce un punto di svolta nello studio delle decisioni economiche. Superando la razionalità perfetta, essa mostra come gli individui reagiscano alle alternative non in termini assoluti, ma in funzione di percezioni soggettive, rivelando un comportamento molto più complesso e sfaccettato di quanto previsto dai modelli classici.

2.4 - Le teorie comportamentali di Thaler

L'economista statunitense Richard H. Thaler (East Orange, 1945) rappresenta una delle figure più influenti nello sviluppo della finanza comportamentale contemporanea. I suoi contributi hanno segnato il passaggio da un approccio prevalentemente descrittivo, centrato sull'individuazione dei bias cognitivi, a una prospettiva più ampia, capace di spiegare come tali deviazioni dalla razionalità influenzino sistematicamente i mercati finanziari e le scelte economiche individuali.

Se Kahneman e Tversky hanno fornito le basi psicologiche delle distorsioni decisionali, Thaler ne ha analizzato le implicazioni concrete, contribuendo alla costruzione di una teoria economica più realistica e aderente ai comportamenti osservati.

Uno dei contributi centrali di Thaler è il concetto di *mental accounting*, secondo cui gli individui tendono a suddividere le proprie risorse finanziarie in conti mentali separati, assegnando a ciascuno un valore psicologico specifico. Questa frammentazione, pur offrendo una struttura intuitiva per la gestione del denaro, conduce spesso a decisioni incoerenti, per esempio, trattare un rimborso fiscale come “denaro extra” da spendere per spese non necessarie, mentre il reddito ordinario viene gestito con maggiore prudenza. Il *mental accounting* consente quindi di comprendere una serie di comportamenti apparentemente irrazionali, come la tendenza a separare budget per consumi diversi o a percepire in modo differente le perdite a seconda della loro collocazione mentale.¹⁷

Un altro ambito di studio fondamentale riguarda il problema dell'autocontrollo. Thaler sviluppa il modello del *planner-doer*, secondo cui il comportamento individuale è il risultato della tensione tra due sé:

- ✓ un “pianificatore” orientato al lungo periodo, razionale e lungimirante;

¹⁷ Thaler, R. H. (1985). *Mental Accounting and Consumer Choice*. *Marketing Science*, 4(3), 199–214

- ✓ un “esecutore” impulsivo, che privilegia benefici immediati e spesso si discosta dalle intenzioni ottimali.

Questa struttura duale spiega fenomeni come la scarsa propensione al risparmio, l’abbandono di piani di investimento a lungo termine o l’assunzione di rischi non coerenti con gli obiettivi dichiarati. Il contributo di Thaler ha inoltre messo in luce come strumenti istituzionali e vincoli esterni, ad esempio piani di risparmio automatico o meccanismi di default, possano supportare il sé pianificatore, migliorando gli esiti economici complessivi.

Thaler ha inoltre approfondito il fenomeno dell’effetto dotazione (endowment effect), secondo il quale gli individui attribuiscono un valore maggiore a ciò che possiedono rispetto a quanto attribuirebbero se non ne fossero proprietari. Questo comportamento, in contrasto con i principi della teoria neoclassica delle preferenze, spiega perché gli investitori siano riluttanti a vendere determinati asset, anche quando esistono alternative più redditizie o meno rischiose. L’effetto dotazione contribuisce così a interpretare dinamiche come l’eccessiva permanenza in portafoglio di titoli in perdita o la sopravvalutazione di beni illiquidi.

A partire da questi presupposti, Thaler, ha sviluppato la teoria dei nudge, strumenti di policy che, pur lasciando invariata la libertà di scelta, orientano gli individui verso decisioni più coerenti con i propri interessi di lungo periodo. Il principio centrale è la *paternalistic libertarianism*, secondo cui le istituzioni possono progettare contesti decisionali (choice architecture) in modo da facilitare scelte virtuose, senza imporre obblighi o divieti. Esempi emblematici includono l’iscrizione automatica ai fondi pensione, la presentazione trasparente dei costi finanziari o il posizionamento strategico delle opzioni nei moduli decisionali.¹⁸

L’opera di Thaler, riconosciuta con il Premio Nobel per l’Economia nel 2017, ha profondamente modificato il modo in cui gli economisti interpretano il comportamento individuale e collettivo, evidenziando come le decisioni reali non seguano criteri di massimizzazione razionale, ma siano influenzate da limiti cognitivi, emozioni e contesti decisionali.

¹⁸ Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press

Le sue teorie hanno aperto la strada a nuove forme di regolamentazione, a strumenti innovativi di educazione finanziaria e ad un approccio interdisciplinare che integra economia e psicologia.

Il percorso teorico delineato in questo capitolo mostra come la finanza comportamentale rappresenti un ampliamento fondamentale rispetto alla visione classica dell'investitore perfettamente razionale. I contributi di Simon, Kahneman, Tversky e Thaler hanno evidenziato il ruolo centrale dei limiti cognitivi, delle emozioni e del contesto nel processo decisionale, proponendo modelli capaci di descrivere in modo più realistico il comportamento degli individui.

La teoria della razionalità limitata, la teoria del prospetto e gli sviluppi successivi legati alle euristiche, ai bias e all'architettura delle scelte forniscono un quadro interpretativo ricco e articolato, che trova numerose applicazioni nei mercati finanziari e nelle politiche economiche. Tali modelli non si limitano a spiegare le deviazioni dai paradigmi tradizionali, ma offrono strumenti utili per comprendere le anomalie osservate, prevedere le reazioni degli investitori e progettare interventi volti a migliorare la qualità delle decisioni.

Le basi concettuali qui discusse costituiscono il fondamento teorico per l'analisi che verrà sviluppata nei capitoli successivi, con particolare riferimento al comportamento degli operatori bancari e al loro ruolo nella gestione dell'irrazionalità finanziaria dei clienti.

CAPITOLO 3

EURISTICHE, BIAS ED EFFETTI COMPORTAMENTALI

“L’ottimismo esagerato protegge gli individui e le organizzazioni dagli effetti paralizzanti dell’avversione alla perdita; l’avversione alla perdita li protegge dalle follie dell’ottimismo sconsiderato”.
(Daniel Kahneman vincitore premio Nobel per l’economia nel 2002)

3.1 - Introduzione alle euristiche

Quando gli individui devono prendere una decisione di investimento in una situazione d’incertezza, il processo cognitivo porta a stimare quali eventi potrebbero manifestarsi e con quale probabilità l’operazione potrebbe risultare complessa e rischiosa, tale processo può essere distinto in tre fasi:

1. acquisizione delle informazioni;
2. elaborazione delle informazioni;
3. individuazione di un giudizio probabilistico, di cui si individuano gli esiti possibili correlati alle loro probabilità.

Nel processo decisionale sopra descritto, in particolare modo in condizioni di incertezza, gli individui tendono a ricorrere a scorciatoie cognitive inconsce, note come *euristiche*, al fine di ridurre la complessità delle informazioni da elaborare. Questi meccanismi rappresentano strategie intuitive, veloci e poco dispendiose dal punto di vista cognitivo, che consentono di formulare valutazioni e giudizi anche in assenza di dati completi o di un’analisi approfondita. Sebbene le euristiche permettano di prendere decisioni efficienti nella maggior parte dei contesti quotidiani, esse possono condurre a errori sistematici di valutazione, i cosiddetti *bias cognitivi*. In ambito economico e finanziario tali distorsioni hanno un impatto significativo, influenzano le scelte di investimento, l’atteggiamento nei confronti del rischio, le reazioni ai movimenti del mercato e, più in generale, la percezione delle opportunità e delle minacce.

La finanza comportamentale dedica particolare attenzione allo studio di questi meccanismi, poiché essi offrono una spiegazione convincente di molte anomalie di mercato e dei comportamenti apparentemente irrazionali osservati negli investitori, sia individuali sia istituzionali. Le sezioni seguenti approfondiscono le principali euristiche, i bias più ricorrenti e gli effetti comportamentali maggiormente rilevanti nel contesto finanziario.

3.2 - Euristica della rappresentatività

L'euristica della rappresentatività descrive la tendenza a giudicare la probabilità di un evento sulla base di quanto esso sembri simile a un caso tipico o a uno stereotipo mentale, piuttosto che su dati statistici oggettivi.

La conseguenza di questo comportamento è che la probabilità di un evento, piuttosto che essere attribuita basandosi sulla frequenza oggettivamente osservabile e sull'ampiezza del campione, viene costruita basandosi sulla somiglianza alla popolazione di appartenenza e sulla misura in cui è rappresentativo delle caratteristiche del processo dal quale viene creato. Gli errori che derivano da questa euristica sono molteplici.

- ✓ Ignorare le frequenze oggettive: gli individui tendono a trascurare le probabilità a priori quando formulano giudizi, facendo invece riferimento alla somiglianza tra un caso specifico e uno stereotipo. Tversky e Kahneman (1974) dimostrarono questo fenomeno attraverso un celebre esperimento, ai partecipanti veniva fornita una breve descrizione di una persona, contenente alcuni tratti di personalità, e veniva chiesto di indicarne la possibile professione scegliendo tra diverse opzioni.

Sebbene fossero rese note le probabilità a priori delle varie professioni nella popolazione, gli intervistati tendevano a ignorarle, basandosi quasi esclusivamente sulla somiglianza tra la descrizione fornita e lo stereotipo professionale. Così, ad esempio, una persona descritta come introversiva e ordinata veniva classificata come bibliotecario, anche se questa categoria era statisticamente molto meno frequente rispetto ad altre.¹⁹

Questo comportamento viola i principi del teorema di Bayes, secondo cui la valutazione della probabilità di un'ipotesi dovrebbe integrare la frequenza a priori dell'evento nella popolazione e la compatibilità della descrizione con l'ipotesi. In altre parole, Bayes afferma che per una stima corretta bisognerebbe considerare sia la nuova informazione e sia la distribuzione statistica di partenza. Tuttavia, gli individui tendono a sovrastimare ipotesi più "rappresentative" e a sottovalutare quelle più probabili, mostrando una preferenza per narrazioni coerenti con uno stereotipo a scapito dell'evidenza oggettiva.

- ✓ Ignorare la dimensione del campione o "legge dei piccoli numeri": le persone attribuiscono ai piccoli campioni le stesse caratteristiche statistiche dei grandi campioni, nella realtà un campione di una popolazione scelto in modo casuale è rappresentativo

¹⁹ Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131

della stessa solo se sufficientemente ampio, aspettandosi che anche poche osservazioni casuali mostrino la stessa distribuzione, gli stessi pattern e le stesse proporzioni statistiche del processo generativo più ampio, ignorando che la variabilità nei campioni ridotti può essere molto elevata e non rappresentativa.

Questo può portare ad errori come:

- interpretare andamenti casuali dei prezzi o dei tassi di cambio come trend persistente;
 - cadere nella cosiddetta gambler's fallacy, ovvero credere che, dopo una serie di risultati simili (es. rosso alla roulette), debba necessariamente verificarsi l'evento opposto.
- ✓ Ignorare la regressione verso la media: le persone tendono a prevedere che valori estremi continueranno nel futuro, trascurando il naturale fenomeno statistico della regressione verso la media, infatti nel processo statistico i valori estremi tendono nel tempo, ad avvicinarsi alla media di riferimento. In ambito finanziario ciò porta a valutazioni eccessivamente ottimistiche per titoli che hanno sovraperformato nel recente passato, e viceversa. Uno degli studi più rilevanti in questo ambito è quello di De Bondt e Thaler (1985) che dimostra empiricamente come gli investitori tendono a sovrastimare la persistenza delle prestazioni estreme, contribuendo a fenomeni di overreaction²⁰ nei mercati finanziari. Gli autori analizzano l'andamento dei titoli azionari statunitensi dal 1926 al 1982 e mostrano che i titoli "perdenti", ossia quelli che avevano registrato i peggiori rendimenti nel periodo precedente, ottengono rendimenti significativamente superiori nei 3-5 anni successivi rispetto ai titoli "vincenti", che invece tendono a sottoperformare.²¹

In ambito finanziario ciò si manifesta, ad esempio, quando gli investitori credono che un titolo "di successo" continuerà a performare bene solo perché in passato ha registrato rendimenti positivi, ignorando la regressione verso la media o la volatilità strutturale dei mercati. Ne derivano comportamenti come la sopravvalutazione dei titoli "alla moda" e la sottostima dei rischi associati a performance recenti eccezionali.

²⁰ Il termine *overreaction* (reazione eccessiva) descrive la tendenza degli investitori a reagire in modo sproporzionato rispetto alle nuove informazioni disponibili. Buone notizie generano un ottimismo eccessivo, che spinge i prezzi oltre il loro valore fondamentale; cattive notizie producono pessimismo eccessivo, causando una svalutazione superiore a quanto giustificato dai dati reali.

²¹ De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). *Does the Stock Market Overreact?* The Journal of Finance, 40(3), 793-805

3.3 - Euristica della disponibilità

Questa euristica si basa sulla facilità con cui un'informazione, un evento o un ricordo viene richiamato alla mente. Più un fatto è vivido, recente o emotivamente rilevante, maggiore sarà il suo peso nelle valutazioni soggettive e nelle decisioni.

Tale meccanismo trova fondamento nei processi della memoria, gli individui tendono a ricordare con maggiore dettaglio gli avvenimenti recenti (recency effect) e quelli che hanno suscitato un forte coinvolgimento emotivo, come le esperienze personali, mentre informazioni statistiche o eventi distanti, privi di un impatto emotivo diretto, risultano meno accessibili.

L'impatto emotivo associato a una notizia influenza la percezione della sua rilevanza.

Gli studi di psicologia cognitiva mostrano che non sempre le informazioni più importanti sono anche quelle più facilmente disponibili, spesso la frequenza con cui un contenuto viene presentato supera, nella mente del soggetto, la reale significatività dell'informazione stessa. Ogni informazione può essere valutata lungo due dimensioni, il peso (la sua importanza oggettiva) e la forza (la reazione cognitiva o emotiva che suscita). Quando queste dimensioni vengono confuse, il decisore può reagire in modo eccessivo (overreaction) o insufficiente (underreaction) alla notizia. Come affermano Griffin e Tversky, l'overreaction si verifica quando a un'informazione viene attribuito un peso basso ma una forza elevata, mentre l'underreaction emerge nel caso opposto.²²

La percezione degli eventi è influenzata anche da come le notizie vengono comunicate.

I media svolgono un ruolo determinante nel rendere certe informazioni più salienti di altre, contribuendo a modellare il giudizio degli investitori istituzionali e individuali. A seconda del risalto dedicato a una notizia, varia infatti la percezione della frequenza e dell'importanza dell'evento. Tuttavia, la disponibilità non dipende unicamente dall'esposizione o dalla frequenza, ma anche da fattori emotivi, narrativi e contestuali. Per questo motivo, la relazione tra disponibilità e frequenza reale degli eventi è imperfetta e può condurre a valutazioni distorte quando le informazioni più facilmente accessibili non coincidono con quelle statisticamente più rilevanti.

L'euristica della disponibilità opera principalmente attraverso due meccanismi:

- ✓ Disponibilità per costruzione: riguarda il modo in cui l'individuo utilizza le informazioni per costruire rappresentazioni mentali, esempi e scenari. La probabilità percepita risulterà tanto maggiore quanto più un evento può essere immaginato con

²² Griffin, D., & Tversky, A. (1992). *The weighing of evidence and the determinants of confidence*. Cognitive Psychology, 24(3), 411-435

facilità, immediatezza e vividezza, portando a sottostime o sovrastime sistematiche dei risultati possibili.

- ✓ Disponibilità per recupero: si basa sulla maggiore facilità con cui vengono richiamate esperienze personali o situazioni familiari rispetto a quelle apprese indirettamente. Anche in questo caso, il giudizio finale tende a essere distorto a favore degli eventi ricordati con maggiore immediatezza.

Nel contesto finanziario, questo bias porta gli investitori a sovrastimare la probabilità di eventi facilmente ricordabili, come crolli di mercato, scandali societari o fallimenti aziendali, e a sottostimare rischi meno visibili ma statisticamente più frequenti. Ne derivano comportamenti come eccessiva prudenza dopo periodi di forte volatilità o, al contrario, scelte di investimento azzardate quando i media amplificano performance eccezionalmente positive o storie di successo.

3.4 - Euristica dell'ancoraggio e aggiustamento

L'euristica dell'ancoraggio e aggiustamento, introdotta da Tversky e Kahneman (1974), descrive la tendenza degli individui a formulare giudizi partendo da un valore iniziale, l'ancora, che può essere fornito dall'esterno o generato internamente, e ad effettuare successivi aggiustamenti insufficienti rispetto a tale punto di partenza. L'ancora influenza il giudizio finale in modo spesso inconsapevole, anche quando le persone sanno che l'informazione iniziale è arbitraria o irrilevante, continuano a farvi riferimento, compiendo aggiustamenti troppo limitati.

Il meccanismo cognitivo alla base del bias si articola in due fasi:

- ✓ Selezione dell'ancora: l'individuo si affida a un valore iniziale per formulare una stima. Questo valore può provenire da informazioni casuali, suggerimenti, prezzi iniziali, opinioni altrui, oppure da un primo calcolo personale.
- ✓ Aggiustamento insufficiente: la stima finale deriva da un aggiustamento dell'ancora, ma tale aggiustamento è tipicamente troppo contenuto rispetto alle informazioni disponibili. L'individuo resta quindi "ancorato" alla prima informazione, anche quando non è attendibile.

Numerosi esperimenti dimostrano la forza dell'effetto. Nel celebre studio di Tversky e Kahneman (1974), ai partecipanti veniva chiesto di stimare la percentuale di nazioni africane presenti nelle Nazioni Unite dopo aver osservato un numero casuale generato dalla ruota della fortuna. Nonostante fosse evidente che il numero non avesse alcuna relazione con la domanda,

le stime finali risultavano significativamente influenzate dal valore casuale estratto. Ciò conferma che l'ancoraggio opera in modo automatico e resistente alla correzione.²³

Nel contesto finanziario, l'ancoraggio produce distorsioni sistematiche nei processi decisionali. Gli investitori tendono ad ancorarsi ai prezzi di acquisto, alle previsioni degli analisti, ai target price o a informazioni iniziali fornite dal mercato o dai media. Tale rigidità cognitiva porta, ad esempio, a mantenere investimenti in perdita perché il prezzo attuale viene confrontato con il prezzo di acquisto, considerato come riferimento "corretto", oppure a giudicare erroneamente le valutazioni di un titolo basandosi su un valore storico ormai obsoleto. Anche i professionisti del settore, come banker e consulenti finanziari, possono essere influenzati dall'ancoraggio quando formulano previsioni, fissano obiettivi di portafoglio o valutano scenari futuri.

In sintesi, l'ancoraggio e aggiustamento rappresenta una delle euristiche più pervasive e difficili da correggere, poiché nasce dal bisogno naturale della mente di partire da un valore iniziale per semplificare la complessità decisionale. Tuttavia, il ricorso a tale scorciatoia cognitiva conduce facilmente a stime distorte e scelte subottimali, con conseguenze significative sia per gli investitori individuali sia per gli operatori professionali dei mercati finanziari.

3.5 - Euristiche dell'affetto e della familiarità

L'euristica dell'affetto rappresenta un meccanismo decisionale attraverso il quale gli individui formulano giudizi e scelte basandosi sulle reazioni emotive suscitate da un oggetto, un evento o un'opportunità di investimento. Come mostrato da Slovic (2002), l'affetto positivo o negativo funge da scorciatoia cognitiva, ciò che genera emozioni piacevoli viene percepito come meno rischioso e più vantaggioso, mentre ciò che suscita emozioni negative viene giudicato più rischioso e meno desiderabile. In questo senso, le emozioni non sono semplicemente un effetto accessorio del processo decisionale, ma diventano un vero e proprio "segnale" utilizzato per valutare la realtà, influenzando in modo sistematico le percezioni di rischio, rendimento e affidabilità.²⁴

Parallelamente, la euristica della familiarità porta gli individui a preferire ciò che è conosciuto rispetto a ciò che è nuovo o incerto. La familiarità, infatti, viene erroneamente interpretata come un indicatore di sicurezza, stabilità e qualità, anche quando non esistono evidenze oggettive che giustificano tale percezione. La psicologia cognitiva dimostra che gli stimoli osservati più

²³ Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux

²⁴ Slovic, P., Finucane, M., Peters, E., & MacGregor, D. G. (2002). The affect heuristic. In T. Gilovich, D. Griffin, & D. Kahneman (Eds.), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (pp. 397–420). Cambridge University Press

frequentemente, come un brand, un titolo finanziario, un'azienda o un prodotto bancario, generano un senso di comfort che si traduce in una valutazione più positiva, indipendentemente dai dati reali. In finanza, questo si manifesta nella tendenza degli investitori a sovrappesare titoli nazionali (home bias), azioni di aziende note o strumenti finanziari frequentemente menzionati dai media, ignorando alternative più diversificate o potenzialmente più efficienti. Nel contesto degli investimenti, l'affetto e la familiarità interagiscono spesso, un'impresa con un'immagine positiva o con una forte presenza mediatica risulta più familiare e, di conseguenza, più attraente. Ciò può portare a distorsioni significative, come la sopravvalutazione di aziende "iconiche", la concentrazione del portafoglio in pochi titoli noti o la sottostima del rischio associato a strumenti che evocano emozioni favorevoli. Gli operatori bancari e i consulenti finanziari possono essere a loro volta influenzati da tali euristiche nelle raccomandazioni rivolte ai clienti, specialmente quando l'immagine del prodotto o dell'emittente è fortemente connotata da elementi emotivi o da elevata esposizione pubblica. In sintesi, l euristica dell'affetto e quella della familiarità mostrano come emozioni e riconoscibilità giocano un ruolo centrale nei processi decisionali, spingendo gli individui verso scelte non sempre razionali. Queste distorsioni risultano particolarmente rilevanti in ambito finanziario, dove percezioni errate di rischio e rendimento possono condurre a strategie imperfette, e rendono necessario un approccio di consulenza orientato alla consapevolezza dei bias emotivi e alla gestione dell'informazione.

3.6 - Introduzione ai Bias cognitivi

I bias cognitivi rappresentano l'errore sistematico derivante dall'impiego delle euristiche nel processo decisionale, soprattutto in condizioni di incertezza e necessità informativa. Se le euristiche nascono come strategie adattive utili a semplificare la realtà, i bias ne costituiscono la possibile distorsione, sottoforma di deviazioni ricorrenti dal giudizio razionale che influenzano la percezione delle informazioni, la valutazione delle probabilità e le scelte finali. In ambito finanziario questi errori non sono occasionali, ma seguono schemi prevedibili e osservati in modo consistente nella letteratura psicologica ed economica. Tali distorsioni contribuiscono a spiegare perché gli investitori reagiscono in modo eccessivo o insufficiente alle notizie, sovrastimano la persistenza dei trend, considerano troppo rilevanti le informazioni recenti o emotivamente salienti, e mostrano difficoltà nel valutare correttamente il rischio. Lo studio dei bias cognitivi risulta quindi essenziale per comprendere le decisioni degli operatori finanziari e dei clienti, nonché molte anomalie osservate nei mercati. Nei paragrafi successivi verranno analizzati i principali bias che emergono dalle euristiche descritte,

evidenziandone i meccanismi psicologici e le implicazioni operative nella pratica bancaria e negli investimenti.

3.7 - Overconfidence

L'overconfidence descrive la tendenza degli individui a sovrastimare le proprie capacità, le proprie conoscenze o l'accuratezza delle proprie previsioni. In altre parole, le persone attribuiscono ai propri giudizi un livello di sicurezza superiore a quello giustificato dalle informazioni realmente disponibili. Questa distorsione può manifestarsi in diverse forme, tra cui l'overestimation (sovrastima delle proprie abilità), l'overprecision (eccessiva fiducia nell'accuratezza delle proprie stime) e l'overplacement (convinzione di essere superiori alla media).²⁵

Nel contesto finanziario, l'overconfidence ha effetti particolarmente rilevanti, gli investitori inclini a questo bias tendono a sottovalutare i rischi, a sovrastimare la propria capacità di interpretare i movimenti del mercato e a credere eccessivamente nella precisione delle proprie previsioni. Ciò spesso si traduce in un'elevata propensione al trading e in un'eccessiva rotazione del portafoglio, con conseguenti costi di transazione che erodono i rendimenti.

De Bondt e Thaler (1995) mostrano come gli investitori overconfident interpretino le informazioni in modo selettivo, attribuendo troppa importanza alle proprie intuizioni rispetto ai dati oggettivi. Analogamente, Barber e Odean (2000) evidenziano che i soggetti affetti da overconfidence effettuano un numero maggiore di operazioni e ottengono mediamente risultati peggiori, in quanto sottovalutano l'incertezza e la casualità che caratterizzano i mercati finanziari. Dallo stesso studio, inoltre, è emerso come gli uomini tendono ad essere più overconfident rispetto alle donne, compiendo più compravendite sui titoli e registrando così risultati peggiori.²⁶

Un ulteriore aspetto riguarda la tendenza a formulare intervalli di confidenza eccessivamente ristretti rispetto alla variabilità degli esiti. Barberis e Thaler (2003) mostrano come gli individui sovrastimino la precisione delle proprie previsioni, sottovalutando la probabilità di errore e ignorando la frequenza con cui eventi imprevisti si verificano. Questa ridotta percezione

²⁵ Legrenzi P., Arielli E. (2005), *Psicologia e management. Le basi cognitive delle scienze manageriali*, Il Sole 24 Ore, Milano

²⁶ Barber, B. M., & Odean, T. (2000). *Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292

dell'incertezza contribuisce a scelte troppo ottimistiche e all'assunzione di rischi non adeguatamente valutati.²⁷

Con il trascorrere del tempo l'overconfidence non diminuisce, anzi tende ad aumentare, gli investitori overconfidence continuano a commettere gli stessi errori anche nelle decisioni future. Ciò accade perché, in caso di performance negativa, gli individui tendono ad attribuire l'insuccesso a cause esterne anziché ad un loro errore, al contrario, in caso di performance positive, tendono ad attribuire il successo a loro stessi. Questa asimmetria interpretativa rafforza ulteriormente la percezione della propria abilità.

Su scala più ampia, la diffusione dell'overconfidence tra gli investitori può generare effetti macroeconomici rilevanti, l'elevata sicurezza nelle proprie previsioni comporta una maggiore reattività alle informazioni, una crescita dei volumi di scambio e il rischio di favorire la formazione di bolle speculative, poiché gli operatori sopravvalutano le prospettive di mercato e ignorano i segnali di rischio.²⁸

Evidenze empiriche aggiuntive provengono anche da Guiso e Jappelli (2006), secondo i quali gli investitori che dispongono di un maggior numero di informazioni, e quindi ritengono di possedere un vantaggio informativo, ottengono risultati peggiori rispetto agli altri. La loro eccessiva fiducia li porta infatti a sottovalutare il ruolo del consulente finanziario, a ridurre la diversificazione del portafoglio e ad assumere rischi non pienamente ponderati.²⁹

Anche nel settore bancario il bias dell'overconfidence può influenzare le interazioni tra consulente e cliente, i consulenti troppo sicuri delle proprie competenze possono raccomandare prodotti inadeguati o sottovalutare la rischiosità di certe operazioni, mentre i clienti overconfident possono richiedere investimenti eccessivamente rischiosi o ignorare indicazioni prudenziali. Comprendere i meccanismi dell'overconfidence è quindi essenziale per mitigare i comportamenti eccessivamente audaci e favorire decisioni di investimento più consapevoli e bilanciate.

²⁷ Barberis, N., & Thaler, R. (2003). *A Survey of Behavioral Finance*. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B, Financial Markets and Asset Pricing (pp. 1053–1128). Elsevier North Holland

²⁸ De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). *Noise Trader Risk in Financial Markets*. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738

²⁹ Guiso, L., & Jappelli, T. (2006). *Information Acquisition and Portfolio Performance*. CEPR Discussion Paper, No. 5901

3.8 - Avversione alla perdita

L'avversione alla perdita rappresenta uno dei principi cardine della teoria del prospetto di Kahneman e Tversky (1979) e descrive la tendenza degli individui a percepire le perdite come psicologicamente più intense rispetto ai guadagni di pari entità. In altre parole, il “dolore” associato ad una perdita è superiore alla soddisfazione derivante da un guadagno equivalente, per compensare l'impatto emotivo di una perdita di 100 euro, ad esempio, il guadagno necessario deve essere significativamente superiore. Questo squilibrio nella percezione degli esiti influenza profondamente i processi decisionali, soprattutto in ambito finanziario.³⁰

Dal punto di vista comportamentale, l'avversione alla perdita si manifesta attraverso modelli ricorrenti. Un primo esempio è la tendenza a mantenere troppo a lungo i titoli in perdita, nella speranza che recuperino valore. Tale atteggiamento deriva dal desiderio di evitare la concretizzazione della perdita, percepita come un fallimento personale o come un danno che pesa più del vantaggio potenziale di ristrutturare il portafoglio in modo più efficiente. Al contrario, gli investitori mostrano una propensione alla vendita prematura dei titoli in guadagno, con l'obiettivo di consolidare subito il profitto ed evitare il rischio che un eventuale calo riduca la soddisfazione associata al guadagno. Questo comportamento è noto come “disposition effect” e porta, nel lungo periodo, a performance inferiori rispetto a strategie d'investimento che seguono criteri coerenti e razionali nel tempo.³¹

L'avversione alla perdita influisce anche sulla struttura complessiva del portafoglio, inducendo scelte eccessivamente prudenti o conservative. Gli investitori, infatti, danno maggiore peso ai potenziali scenari negativi rispetto a quelli positivi, preferendo evitare investimenti percepiti come rischiosi, anche quando il rapporto rischio/rendimento sarebbe razionalmente ottimale. Ciò può portare ad una minore diversificazione, a una scarsa esposizione ai mercati azionari e, in generale, a rendimenti inferiori nel lungo termine.

In ambito bancario e consulenziale, l'avversione alla perdita risulta particolarmente rilevante nelle interazioni tra consulente e cliente. I clienti fortemente “loss averse” tendono a rifiutare proposte d'investimento appropriate per il loro profilo di rischio, oppure reagiscono in modo impulsivo durante le fasi di mercato negative, chiedendo la vendita immediata dei titoli. Per questo motivo, la corretta gestione della loss aversion rappresenta un aspetto cruciale dell'attività di consulenza, riconoscere questo bias, comprenderne le implicazioni e spiegarlo al

³⁰ Kahneman, D., & Tversky, A. (1992). *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297–323

³¹ Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790

cliente i rischi associati a scelte eccessivamente difensive permette di migliorare la qualità delle decisioni di investimento e la stabilità del rapporto consulenziale.

3.9 - Effetto dotazione (endowment effect)

L'effetto dotazione, o endowment effect, descrive la tendenza degli individui ad attribuire un valore maggiore ai beni che possiedono rispetto a beni identici che non detengono. Questo comportamento emerge dal fatto che la semplice proprietà di un oggetto ne aumenta automaticamente il valore soggettivo, rendendo gli individui meno propensi a separarsene. A livello psicologico, l'effetto dotazione è strettamente collegato all'avversione alla perdita: cedere un bene posseduto viene percepito come una perdita più dolorosa del piacere che si proverebbe nell'acquistarne uno equivalente.³²

Una delle manifestazioni principali di questo fenomeno è la significativa divergenza tra la willingness to accept (WTA), ovvero l'importo minimo richiesto per vendere un bene posseduto e la willingness to pay (WTP) cioè l'importo massimo che si è disposti a pagare per acquistarlo.³³ In condizioni razionali, i due valori dovrebbero essere simili; tuttavia, numerosi studi empirici mostrano che la l'importo minimo richiesto per vendere un bene posseduto (WTA) tende a superare in modo consistente l'importo massimo che si è disposti a pagare per acquistarlo (WTP), a dimostrazione del sovrapprezzo psicologico attribuito alla proprietà³⁴.

Nel campo finanziario, l'effetto dotazione ha implicazioni rilevanti sul comportamento degli investitori. Chi possiede un titolo tende a sopravvalutarlo semplicemente perché fa parte del proprio portafoglio, mostrando resistenza a venderlo anche quando sarebbe consigliata la cessione. Tale inerzia decisionale può condurre al mantenimento di asset inefficienti, a una scarsa diversificazione del portafoglio e a un ritardo nell'adeguamento delle strategie d'investimento alle condizioni di mercato. Il bias contribuisce, inoltre, a spiegare la difficoltà di molti investitori nell'accettare perdite o nell'abbandonare investimenti precedenti, anche quando alternative più vantaggiose sono disponibili.

³² Thaler, R. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1(1), 39–60

³³ Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325–1348

³⁴ Numerosi studi sperimentali hanno rilevato il divario WTA–WTP con beni molto diversi tra loro: tazze, penne e biglietti per eventi, ma anche beni immateriali come diritti d'uso o opzioni. Kahneman, Knetsch e Thaler (1990) mostrano che la semplice proprietà aumenta il valore soggettivo attribuito ai beni, mentre la meta-analisi di Horowitz e McConnell (2002) conferma la persistenza del fenomeno in contesti molteplici, a sostegno dell'interpretazione basata sull'avversione alla perdita proposta dalla Prospect Theory.

Per i consulenti finanziari, comprendere l'endowment effect è fondamentale. Molti clienti manifestano resistenza emotiva verso modifiche significative del portafoglio, non perché tali modifiche siano rischiose o inappropriate, ma perché l'atto di "lasciare andare" un titolo posseduto viene percepito come una perdita. La capacità di riconoscere questo bias consente al consulente di supportare il cliente nel prendere decisioni più razionali, orientate agli obiettivi di lungo periodo e non condizionate dalla semplice proprietà iniziale dei beni.

3.10 - Illusione di controllo

L'illusione di controllo rappresenta la tendenza degli individui a sovrastimare la propria capacità di influenzare o determinare esiti che, in realtà, dipendono in larga parte dal caso o da variabili non controllabili. Questo bias, descritto inizialmente da Langer (1975), evidenzia come le persone si comportino spesso come se possedessero un potere decisionale o predittivo superiore a quello effettivo, soprattutto in contesti caratterizzati da incertezza o casualità.

Secondo la prospettiva psicologica alla base del fenomeno, l'essere umano tende a ricercare ordine e prevedibilità anche quando non vi sono basi oggettive per farlo. Di conseguenza, attribuisce erroneamente un nesso causale tra le proprie azioni e gli esiti ottenuti, generando una sensazione soggettiva di controllo che risulta sproporzionata rispetto alla realtà. Tale distorsione è alimentata da diversi fattori, tra cui la familiarità con un compito, il numero di scelte disponibili, il coinvolgimento personale e la presenza di informazioni ritenute erroneamente determinanti.³⁵

In ambito finanziario l'illusione di controllo assume un ruolo particolarmente significativo. Gli investitori possono ritenere di essere in grado di prevedere l'andamento dei mercati o di selezionare i titoli migliori grazie a un presunto talento personale, anche quando le evidenze empiriche mostrano che gran parte delle variazioni dei prezzi è legata a dinamiche casuali o a fattori macroeconomici non controllabili. Questa percezione distorta porta frequentemente a una gestione eccessivamente attiva del portafoglio, a un sovraccarico di operazioni e a una sottovalutazione dell'incertezza, con conseguente aumento dei costi di transazione e riduzione dei rendimenti netti.

La letteratura evidenzia inoltre che l'illusione di controllo può determinare una sopravvalutazione della qualità delle informazioni disponibili, gli investitori tendono a credere di possedere dati privilegiati o interpretazioni superiori, cadendo in una forma di ottimismo ingiustificato. Ciò induce comportamenti rischiosi, come l'allocazione concentrata su pochi

³⁵ Langer, E. J. (1975). The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2), 311–328

titoli percepiti come sicuri o prevedibili, oppure la convinzione di poter anticipare eventi di mercato complessi come inversioni di trend o shock improvvisi.

Nel settore bancario questa distorsione può riguardare sia i clienti sia i consulenti. I clienti con illusione di controllo potrebbero ignorare il rischio reale associato agli investimenti, preferire strategie speculative o ritenere di poter battere il mercato con la propria intuizione. I consulenti, dal canto loro, potrebbero valutare eccessivamente le proprie capacità di previsione o la precisione delle analisi fornite, con potenziale impatto sulla qualità dei consigli e sull'adeguatezza delle soluzioni proposte.³⁶

In definitiva, l'illusione di controllo rappresenta un bias rilevante perché contribuisce ad amplificare errori decisionali già presenti nell'overconfidence e nella sottostima del rischio. Il suo riconoscimento è fondamentale per promuovere una consulenza finanziaria più consapevole, orientata all'educazione del cliente e alla gestione razionale dell'incertezza.

3.11 - Home bias

L'home bias rappresenta la tendenza degli investitori a concentrare una quota eccessiva del proprio portafoglio in attività finanziarie domestiche, mostrando una preferenza marcata per titoli emessi nel proprio paese rispetto a opportunità analoghe, o talvolta più vantaggiose, presenti sui mercati esteri. Questo comportamento risulta in contrasto con i principi della teoria finanziaria moderna, secondo cui la diversificazione internazionale consente di ridurre il rischio non sistematico, migliorando l'efficienza complessiva del portafoglio.³⁷

L'origine dell'home bias è stata oggetto di numerosi studi, che hanno evidenziato come il fenomeno non sia spiegabile esclusivamente da barriere normative, costi di transazione o limiti informativi. Da un punto di vista psicologico, esso è riconducibile a diversi fattori cognitivi ed emotivi. In primo luogo, la familiarità svolge un ruolo determinante, gli investitori percepiscono i titoli nazionali come più comprensibili, più controllabili e meno rischiosi, attribuendo loro una fiducia non giustificata da motivi oggettivi. Tale preferenza è rafforzata dal cosiddetto bias di localizzazione, ossia la tendenza a sovrastimare la sicurezza degli investimenti geograficamente più vicini o appartenenti al proprio contesto socio-economico.

Numerosi studi mostrano inoltre che l'home bias è alimentato da fattori culturali, da un'eccessiva fiducia nelle proprie conoscenze sul mercato interno e dalla percezione che i

³⁶ De Bondt, W., & Thaler, R. (1995). Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. In R. Jarrow, V. Maksimovic, & W. T. Ziemba (Eds.), *Handbooks in OR & MS*

³⁷ Per rischio non sistematico si intende la componente di rischio specifica di una singola impresa o settore, eliminabile attraverso un'adeguata diversificazione del portafoglio.

mercati esteri siano più complessi, volatili o difficili da monitorare. L'asimmetria informativa reale o percepita contribuisce così a rafforzare la convinzione che gli investimenti domestici siano intrinsecamente meno rischiosi, portando gli individui a trascurare i benefici della diversificazione globale.³⁸

Nel contesto finanziario, le conseguenze dell'home bias possono essere rilevanti. La concentrazione eccessiva degli investimenti nel mercato nazionale espone il portafoglio al rischio specifico del paese³⁹, riducendo la capacità di compensare gli shock economici locali attraverso la diversificazione internazionale. Ciò può comportare una volatilità maggiore e rendimenti inferiori nel lungo periodo rispetto a portafogli costruiti secondo criteri più razionali e diversificati. Il fenomeno riguarda non solo gli investitori retail, ma anche alcuni operatori istituzionali, come fondi pensionistici o gestori che attribuiscono un peso sproporzionato ai titoli domestici.

Per i consulenti finanziari, riconoscere l'home bias è essenziale al fine di orientare il cliente verso scelte più equilibrate. Comprendere le radici emotive e cognitive che alimentano tale preferenza consente di intervenire con strategie educative mirate, spiegando l'importanza della diversificazione internazionale e illustrando con esempi concreti i benefici che derivano dall'esposizione a mercati non correlati. Ridurre l'impatto dell'home bias può contribuire a costruire portafogli più resilienti e meglio calibrati rispetto agli obiettivi di rischio e rendimento del cliente.

3.12 - Introduzione agli effetti comportamentali

Gli effetti comportamentali sono le conseguenze osservabili e misurabili delle distorsioni cognitive ed emotive generate dalle euristiche e dai bias nelle decisioni individuali. Se le euristiche descrivono i processi mentali semplificati e i bias le distorsioni che ne derivano, gli effetti comportamentali mostrano come tali meccanismi si traducano concretamente in anomalie osservabili nei comportamenti degli investitori e, su scala più ampia, nel funzionamento dei mercati finanziari. Essi costituiscono quindi l'anello di congiunzione tra psicologia e dinamiche di mercato, offrendo una spiegazione empirica a fenomeni che la finanza tradizionale, fondata sull'ipotesi di razionalità e sull'efficienza informativa, fatica a interpretare.

³⁸ Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (1999). *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*. *Journal of Finance*, 54(6), 2045–2073

³⁹ Il rischio di Paese è legato a fattori macroeconomici, politici e istituzionali propri di una determinata area geografica e può essere ridotto, ma non eliminato, mediante la diversificazione internazionale.

Tali effetti emergono in molteplici forme, dalla tendenza a mantenere titoli in perdita (disposition effect) alla concentrazione del portafoglio su asset familiari (home bias), dalla sopravvalutazione dei beni posseduti (endowment effect) alle ondate di entusiasmo o panico collettivo che alimentano bolle speculative e crolli improvvisi. Questi comportamenti non sono episodi isolati, ma schemi ricorrenti che influenzano le scelte individuali e si amplificano quando coinvolgono un numero elevato di operatori, contribuendo a spiegare movimenti di mercato apparentemente irrazionali.

Conoscere l'analisi degli effetti comportamentali consente di comprendere meglio le inefficienze dei mercati, le reazioni eccessive o tardive alle informazioni. Per gli intermediari finanziari, la consapevolezza di tali fenomeni è essenziale, essi impattano direttamente sulla gestione del rischio, sulla costruzione dei portafogli, sulle strategie di consulenza e sul comportamento dei clienti. Le sezioni successive approfondiscono i principali effetti comportamentali riconosciuti dalla letteratura, analizzandone le cause psicologiche, le manifestazioni empiriche e le implicazioni operative per investitori e professionisti del settore.

3.13 - Disposition Effect

Il disposition effect rappresenta una delle manifestazioni più note dei comportamenti finanziari distorti osservati negli investitori. Introdotto da Shefrin e Statman (1985), esso descrive la tendenza degli individui a vendere troppo rapidamente i titoli che hanno generato un guadagno e, al contrario, a mantenere in portafoglio per periodi eccessivamente lunghi i titoli in perdita. Questa asimmetria decisionale deriva dall'interazione tra i meccanismi psicologici descritti dalla Prospect Theory di Kahneman e Tversky (1979), secondo i quali le perdite pesano più dei guadagni equivalenti e le persone valutano i risultati rispetto a un punto di riferimento soggettivo, generalmente il prezzo di acquisto.⁴⁰

Dal punto di vista psicologico, la realizzazione di una perdita rappresenta un evento carico di valenza emotiva negativa, che porta l'investitore a rimandare la vendita del titolo nella speranza di un recupero. L'investitore preferisce mantenere aperta la possibilità di un riscatto futuro piuttosto che accettare immediatamente una perdita certa. Al contrario, la vendita di un titolo in guadagno consente di concretizzare un risultato positivo, generando una sensazione di soddisfazione che incentiva decisioni premature. Questo comportamento porta spesso a vendere i titoli con buone prospettive troppo presto, limitando il potenziale rendimento del portafoglio.

⁴⁰ Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*. *Journal of Finance*, 40(3), 777–790

Dal punto di vista finanziario, il disposition effect genera conseguenze negative di rilievo. Gli investitori tendono a sovraccaricare il portafoglio con titoli caratterizzati da basse probabilità di recupero e a rinunciare ai benefici derivanti dal mantenimento di titoli con trend positivi. La persistenza del fenomeno è stata documentata a livello sia retail sia istituzionale, dimostrando che esso non deriva da mancanza di conoscenze finanziarie, ma da dinamiche psicologiche profonde.

Per i consulenti finanziari il disposition effect rappresenta una sfida rilevante, molti clienti resistono alla vendita di titoli in perdita nonostante sia chiaramente vantaggiosa per la loro situazione complessiva. Interventi di educazione finanziaria, tecniche di reframing⁴¹ e strategie di controllo del comportamento possono contribuire a mitigare questa distorsione e a migliorare la qualità delle decisioni di investimento.

3.14 - Status Quo Bias

Lo status quo bias consiste nella tendenza degli individui a preferire che la situazione attuale rimanga invariata, indipendentemente dal fatto che esistano alternative oggettivamente migliori. Samuelson e Zeckhauser (1988) hanno dimostrato che gli individui attribuiscono un valore sproporzionato alla condizione corrente, percepita come un'opzione sicura e priva di costi di cambiamento. Tale comportamento è alimentato da una combinazione di avversione alla perdita, inerzia cognitiva e necessità di ridurre il carico decisionale.⁴²

Dal punto di vista psicologico, cambiare comporta l'accettazione di una possibile perdita rispetto allo stato attuale, anche quando i benefici sono potenziali e razionalmente probabili. Inoltre, valutare nuove opzioni richiede impegno mentale e genera incertezza, elementi che portano l'individuo a preferire il non decidere, rifugiandosi nella continuità. Lo status quo bias è inoltre rafforzato dalla preferenza per le scelte preimpostate a livello decisionale, quando viene proposta una scelta predefinita, gli individui tendono ad accettarla senza modifiche, perché percepita come implicitamente raccomandata o socialmente approvata.

Nell'ambito finanziario, lo status quo bias si manifesta attraverso diverse modalità che influenzano in modo significativo il comportamento degli investitori. Una delle più comuni riguarda la scarsa propensione a rivedere periodicamente il portafoglio, anche quando le condizioni di mercato cambiano o emergono nuovi scenari economici, molti investitori

⁴¹ La tecnica del *reframing* consiste nel riformulare una scelta o un'informazione cambiandone la prospettiva, così da ridurre l'influenza dei bias cognitivi e favorire valutazioni più razionali.

⁴² Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). *Status Quo Bias in Decision Making*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59

preferiscono mantenere invariata la propria allocazione, evitando modifiche che richiederebbero analisi aggiuntive o un ripensamento delle scelte pregresse.

Analogamente, questo bias alimenta una forte resistenza nell'abbandonare prodotti finanziari costosi o poco efficienti. Anche quando un investimento non è più coerente con gli obiettivi dell'investitore, il semplice fatto di averlo già sottoscritto induce a mantenerlo, rimandando decisioni che potrebbero comportare la percezione psicologica più che reale di una perdita.

Lo status quo bias contribuisce anche a spiegare la preferenza per investimenti familiari o già conosciuti, spesso legati a esperienze passate positive o ritenute rassicuranti. Tale inclinazione riduce l'apertura verso nuove opportunità, talvolta più efficienti o meglio diversificate, e può portare alla costruzione di portafogli poco ottimizzati.

Infine, la tendenza a mantenere lo stato attuale riduce la disponibilità ad adottare strategie innovative o a riallocare il rischio quando necessario. La modifica della struttura del portafoglio viene percepita come un cambiamento potenzialmente rischioso, anche quando la razionalità finanziaria suggerirebbe l'opposto.⁴³

Per il consulente finanziario, questo bias rappresenta uno dei principali ostacoli all'implementazione di strategie ottimali, la comunicazione chiara, la formulazione delle scelte e l'uso di scenari ipotetici possono aiutare a superare l'inerzia del cliente e promuovere decisioni più consapevoli.

3.15 - Mental Accounting

Il concetto di mental accounting fu introdotto da Richard Thaler nel 1985, nel suo articolo descrive la tendenza degli individui a suddividere mentalmente le proprie risorse finanziarie in categorie distinte, i cosiddetti "conti mentali", attribuendo a ciascuno di essi vincoli, obiettivi e modalità decisionali differenti. Nel 1999, in un successivo articolo, Thaler completa il concetto di mental accounting, definendone la struttura, i principi, le implicazioni economiche. Questa compartimentazione, spesso arbitraria e non basata su criteri economici oggettivi, porta le persone a trattare somme di denaro identiche in modi diversi. Un esempio tipico riguarda la distinzione tra reddito ordinario e reddito percepito come extra, mentre lo stipendio viene destinato a spese prudenziali e ricorrenti, un bonus o una vincita viene sovente considerato come denaro da spendere o da investire in maniera più rischiosa.⁴⁴

⁴³ Frydman, C., & Camerer, C. F. (2016). *The Psychology and Neuroscience of Financial Decision Making*. Trends in Cognitive Sciences, 20(9), 661–675

⁴⁴ Thaler, R. H. (1999). *Mental Accounting Matters*. Journal of Behavioral Decision Making, 12(3), 183–206

Lo stesso meccanismo si riscontra nella gestione dei portafogli, dove gli investitori tendono a separare mentalmente segmenti diversi, trascurando la necessità di una valutazione integrata dell'intero patrimonio.

Dal punto di vista comportamentale, il mental accounting può generare diverse distorsioni. Gli individui tendono a valutare ogni decisione finanziaria isolatamente, senza considerare gli effetti globali sul patrimonio complessivo. Inoltre, come suggerito dalla Prospect Theory, mostrano una maggiore propensione a separare mentalmente i guadagni, considerati come eventi distinti, mentre tendono a integrare le perdite in un unico aggregato, attribuendo loro un peso psicologico maggiore. Questo modo di ragionare può condurre a scelte non vantaggiose, come la concentrazione eccessiva di rischio in alcuni comparti o, al contrario, un'eccessiva prudenza in altri, generando una percezione distorta del rischio complessivo.

Nel contesto della consulenza finanziaria, tali dinamiche possono portare i clienti a decisioni incoerenti, ad esempio mantenendo investimenti altamente rischiosi considerati in un conto mentale sperimentale, mentre accettano rendimenti particolarmente bassi in altre aree del portafoglio. La figura del consulente diventa quindi essenziale per aiutare l'investitore a superare le rigidità dei conti mentali, promuovendo una visione unitaria del patrimonio e favorendo una gestione più razionale ed efficiente delle risorse finanziarie.

3.16 - Effetto Gregge

L'effetto gregge (Herding Behavior) indica la tendenza degli individui a imitare le decisioni della maggioranza, soprattutto quando si trovano in contesti caratterizzati da incertezza, informazioni limitate o percepiscono una significativa pressione sociale. La letteratura, a partire dai modelli di Banerjee (1992) e di Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1992)⁴⁵, evidenzia come l'imitazione possa nascere non solo da spinte psicologiche, come il desiderio di conformarsi o la riduzione dell'ansia decisionale, ma anche da meccanismi economici più razionali.⁴⁶

Secondo questi modelli, chiamati modelli di cascata informativa, gli individui tendono ad affidarsi alle decisioni degli altri quando credono che la maggioranza disponga di informazioni

⁴⁵ Nel modello di Banerjee (1992), il comportamento imitativo emerge da un processo sequenziale in cui gli individui, osservando le decisioni dei predecessori, aggiornano razionalmente le proprie credenze e finiscono per ignorare l'informazione personale quando l'evidenza pubblica diventa dominante. Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1992) formalizzano tale meccanismo attraverso la teoria delle *informational cascades*, mostrando come, in presenza di segnali personali limitati, le azioni osservabili degli altri agenti possano generare rapide convergenze decisionali inefficienti, in cui la scelta collettiva non riflette più le informazioni sottostanti ma solo il comportamento aggregato.

⁴⁶ Banerjee, A. V. (1992). *A Simple Model of Herd Behavior*. Quarterly Journal of Economics, 107(3), 797-817

migliori, fino al punto in cui le scelte collettive iniziano a prevalere su quelle personali, generando una cascata di comportamenti imitativi.⁴⁷

Nel contesto dei mercati finanziari, l'effetto gregge produce movimenti collettivi che possono amplificare sia le fasi di entusiasmo sia quelle di panico, contribuendo alla formazione di bolle speculative o a rapide correzioni dei prezzi. Gli investitori spesso assumono che il comportamento prevalente rifletta informazioni presumibilmente possedute dagli altri partecipanti al mercato, così preferiscono adeguarsi alla massa anziché basarsi su un'analisi indipendente, soprattutto quando devono decidere in tempi brevi o si trovano di fronte a scenari molto incerti. Questo porta a oscillazioni dei prezzi più ampie di quelle giustificate dalle reali condizioni economiche di un'azienda o di un mercato, creando periodi di sopravvalutazione seguiti da correzioni improvvise.

L'effetto gregge non riguarda solo gli investitori retail, ma coinvolge anche professionisti e gestori, i quali possono temere di rimanere esclusi dai trend dominanti o di essere penalizzati se i loro risultati divergono troppo da quelli della maggioranza. In questo senso, il fenomeno assume una portata sistemica, quando molti attori imitano simultaneamente le stesse scelte, il mercato diventa più fragile e suscettibile a shock improvvisi.

Per questi motivi, istituzioni finanziarie e consulenti devono considerare l'effetto gregge non soltanto come un comportamento individuale, ma come una dinamica collettiva che influenza il funzionamento dei mercati e le decisioni dei clienti. Riconoscerlo è essenziale per favorire scelte più consapevoli e per mitigare i rischi associati ai movimenti irrazionali di massa.

3.17 - Overreaction e Underreaction

Le anomalie di overreaction e underreaction costituiscono due tra le evidenze empiriche più rilevanti che mettono in discussione l'ipotesi di mercati pienamente efficienti. Esse riflettono modalità distorte di aggiornamento delle aspettative da parte degli investitori, che reagiscono alle nuove informazioni in misura superiore o inferiore a quanto previsto dai modelli razionali di formazione dei prezzi.

L'overreaction si verifica quando le informazioni recenti vengono considerate più importanti di quanto realmente siano. Gli investitori, influenzati da euristiche come la disponibilità o dalla tendenza a vedere pattern anche dove non esistono, attribuiscono un peso eccessivo alle notizie dell'ultimo periodo. Questo porta, come evidenziato da De Bondt e Thaler (1985), a

⁴⁷ Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades*. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992–1026

sopravvalutare titoli reduci da forti rialzi e a sottovalutare quelli che hanno subito forti ribassi. Nel tempo, tuttavia, i prezzi tendono a rientrare verso livelli più stabili e coerenti. Questo processo è noto come mean reversion, dopo una deviazione significativa, i prezzi tendono gradualmente a riavvicinarsi alla loro media di lungo periodo. La correzione avviene attraverso un movimento chiamato reversal, ovvero un'inversione di tendenza che riporta il prezzo in direzione opposta rispetto all'eccesso iniziale. In altre parole, quando l'overreaction spinge i prezzi troppo in alto o troppo in basso, il mercato tende successivamente a invertire il movimento e a riallinearsi a valori più equilibrati.

L'underreaction, al contrario, si manifesta quando gli investitori impiegano più tempo del necessario per integrare le nuove informazioni nelle proprie valutazioni. Questo avviene soprattutto quando le notizie sono complesse, ambigue o richiedono un'elaborazione cognitiva più approfondita. La lentezza nell'aggiornamento delle aspettative genera il fenomeno noto come momentum, i prezzi tendono a proseguire nella stessa direzione intrapresa nel breve-medio periodo. Di conseguenza, gli asset che hanno registrato performance positive continuano generalmente a salire, mentre quelli che hanno mostrato performance negative tendono a scendere ancora. Il momentum rappresenta quindi un'evidenza tipica dell'underreaction, poiché riflette un processo di incorporazione graduale e non immediato delle informazioni da parte del mercato.⁴⁸

Nel complesso, overreaction e underreaction mostrano come i processi psicologici influenzino le decisioni degli investitori, generando oscillazioni nei prezzi che non sono spiegabili dai modelli di mercato perfettamente efficienti. Le dinamiche di momentum e reversal sono tra le evidenze empiriche più solide di queste inefficienze comportamentali.

3.18 - Bolle speculative e crash di mercato

Le bolle speculative rappresentano una delle manifestazioni più evidenti dei comportamenti irrazionali nei mercati finanziari. Una bolla si forma quando il prezzo di un asset cresce rapidamente fino a distaccarsi in modo consistente dal suo valore reale, sostenuto non dai fondamentali economici, ma da aspettative irrealistiche, entusiasmo collettivo e dinamiche imitative. Come sottolinea Shiller (2000)⁴⁹, le bolle non sono soltanto anomalie nei prezzi, ma

⁴⁸ Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). *A Model of Investor Sentiment*. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307–343

⁴⁹ Shiller (2000) interpreta le bolle speculative come fenomeni guidati da "*narrative epidemics*", cioè storie economiche che si diffondono socialmente e influenzano le aspettative degli investitori, generando comportamenti collettivi euforici che spingono i prezzi molto oltre i loro valori giustificabili.

veri e propri fenomeni psicologico-sociali, alimentati da narrazioni condivise, ottimismo eccessivo e dall'illusione di poter controllare o prevedere l'andamento del mercato.⁵⁰

Di solito, una bolla attraversa una serie di fasi ricorrenti. Inizia con un evento che attira l'attenzione degli investitori, spesso un'innovazione tecnologica o un cambiamento economico rilevante, che genera interesse crescente. A questo entusiasmo iniziale segue una fase di euforia, in cui gli investitori comprano non perché credano realmente nel valore dell'asset, ma perché si aspettano che i prezzi continueranno a salire. La dinamica evolve poi in una vera e propria mania, gli acquisti diventano frenetici e sempre più guidati dal comportamento degli altri. In questo contesto giocano un ruolo importante bias come l'effetto gregge, l'overconfidence e la FOMO (Fear of Missing Out), cioè la tendenza degli investitori a partecipare a trend di mercato non per valutazioni razionali, ma per paura di perdere un'opportunità percepita come profittevole. Questa dinamica accentua l'acquisto imitativo e contribuisce all'amplificazione delle bolle speculative, spingendo gli operatori ad assumere decisioni affrettate e non ponderate. Quando iniziano a emergere dubbi sulla sostenibilità dei prezzi, la fiducia collettiva si incrina e la bolla entra nella fase di disillusione. Basta un segnale negativo per innescare una reazione a catena, gli investitori iniziano a vendere, e la vendita di alcuni genera panico negli altri. La fase finale è il crash, un crollo improvviso e rapido dei prezzi dovuto alla volontà simultanea degli investitori di liquidare le proprie posizioni.

Episodi come la bolla dei tulipani del XVII secolo, la bolla dot-com degli anni '90 o quella immobiliare che ha preceduto la crisi del 2007-2008 mostrano chiaramente come i mercati possano essere guidati, oltre che da fattori economici, soprattutto da emozioni collettive, mode speculative e dinamiche psicologiche difficili da prevedere. Le bolle dimostrano quindi quanto i mercati siano lontani dall'idea di piena razionalità che caratterizza la teoria finanziaria tradizionale.

3.19 - Il contributo del nudge nella finanza comportamentale

Secondo Richard Thaler e Cass Sunstein (2008), il nudge, traducibile come "piccola spinta", indica un intervento minimo e non coercitivo. Gli autori si ispirano al concetto di *libertarian paternalism*, secondo cui è possibile orientare le scelte individuali verso esiti migliori preservando integralmente la libertà di scelta. Può essere definito come un intervento di tipo comportamentale, che modifica il contesto decisionale al fine di orientare le scelte degli

⁵⁰ Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2011). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave Macmillan

individui verso esiti ritenuti più efficienti, senza ricorrere a obblighi, divieti o incentivi economici rilevanti. Alla base di questo approccio vi è il riconoscimento che gli individui non sempre decidono in modo pienamente razionale, ma sono influenzati da bias cognitivi, limiti di attenzione e inerzia decisionale. L'insieme delle modalità attraverso cui le alternative vengono strutturate e presentate prende il nome di architettura delle scelte (choice architecture).

L'architettura delle scelte opera intervenendo sugli elementi formali del processo decisionale, come l'ordine delle opzioni, la formulazione delle informazioni, la presenza di opzioni predefinite (default)⁵¹ o la semplificazione dei contenuti informativi. In ambito finanziario, tali piccole spinte risultano particolarmente efficaci in contesti caratterizzati da elevata complessità e orizzonti temporali lunghi.⁵²

Il nudge rappresenta quindi una declinazione applicativa della finanza comportamentale, collocandosi tra la regolamentazione tradizionale e il laissez-faire. Integrato nella consulenza finanziaria e nei sistemi di tutela del risparmio, esso consente di migliorare l'efficienza delle decisioni individuali, riducendo gli effetti dei bias cognitivi senza compromettere l'autonomia del decisore e favorendo una gestione più coerente degli obiettivi finanziari di lungo periodo.

3.20 - Implicazioni per investitori e intermediari

La presenza di euristiche e bias cognitivi dimostra come le decisioni finanziarie non siano il risultato di un processo esclusivamente razionale basato su informazioni oggettive, ma siano influenzate da percezioni soggettive, emozioni e distorsioni cognitive ricorrenti. Per gli investitori, ciò implica una vulnerabilità strutturale soggetta a errori prevedibili che possono compromettere la valutazione del rischio, ostacolare la costruzione di strategie di investimento coerenti nel lungo periodo e condurre a scelte non ottimali in termini di rendimento e diversificazione.

Per gli intermediari finanziari, la consapevolezza di tali meccanismi assume un ruolo centrale. Comprendere i limiti cognitivi e comportamentali dei clienti consente di interpretarne più correttamente le decisioni, migliorare la comunicazione delle informazioni finanziarie, in particolare quelle relative al rischio, e prevenire incomprensioni o conflitti decisionali.

⁵¹ In ambito finanziario, uno dei nudge più studiati è l'uso delle opzioni di default. Madrian e Shea (2001) dimostrano che l'adesione automatica ai piani pensionistici aumenta drasticamente la partecipazione dei lavoratori, evidenziano il ruolo dell'inerzia decisionale e dello status quo bias. Il successo di questo intervento deriva dal fatto che molti individui interpretano il default come una raccomandazione implicita, anche in assenza di obblighi formali.

⁵² Thaler, R. H., Sunstein, C. R. (2008), *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven

In questo senso, la finanza comportamentale offre strumenti utili per supportare il cliente in un processo decisionale più informato e consapevole, riducendo l'impatto delle distorsioni cognitive.

Anche il quadro normativo, come la disciplina introdotta dalla MIFID II⁵³, riconosce implicitamente l'importanza di tutelare l'investitore tenendo conto dei suoi limiti informativi e comportamentali, rafforzando il ruolo dell'intermediario come soggetto chiamato a favorire decisioni adeguate e coerenti con il profilo dell'investitore.

Il capitolo successivo si propone quindi di analizzare il processo di consulenza finanziaria, il comportamento degli operatori bancari e le modalità con cui le istituzioni finanziarie affrontano e gestiscono l'irrazionalità dei clienti.

⁵³ MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) è una normativa europea entrata in vigore nel 2018 che mira a rendere i mercati finanziari europei più trasparenti, integrati e sicuri, aumentando significativamente la protezione degli investitori attraverso una maggiore chiarezza su costi, rischi e conflitti di interesse, e imponendo regole più rigide su intermediari e produttori di strumenti finanziari.

CAPITOLO 4

RUOLO DELLE BANCHE E DEGLI OPERATORI FINANZIARI

*“Ti dirò come diventare ricco.
Chiudi la porta.
Abbi paura quando gli altri sono avidi,
sii avido quando gli altri hanno paura”.*
*(Warren Edward Buffet soprannominato
“l’Oracolo di Omaha” per la sua
straordinaria capacità di investimento)*

4.1 - Il processo di consulenza finanziaria: modelli e normativa MIFID

Il processo di consulenza finanziaria rappresenta uno degli elementi centrali del rapporto tra banca e cliente, in quanto costituisce il momento in cui le esigenze dell’investitore vengono tradotte in scelte di investimento concrete. In un contesto caratterizzato da elevata complessità dei mercati finanziari, asimmetrie informative e crescente incertezza, la consulenza assume un ruolo fondamentale nel supportare il cliente nella comprensione dei prodotti finanziari, dei rischi connessi e delle opportunità disponibili.

Dal punto di vista teorico, il processo di consulenza può essere descritto come un percorso articolato in più fasi. In primo luogo, l’intermediario raccoglie informazioni sul cliente, al fine di comprenderne la situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento, l’orizzonte temporale e la propensione al rischio. Successivamente, tali informazioni vengono elaborate per individuare soluzioni di investimento coerenti con il profilo emerso, tenendo conto delle condizioni di mercato e delle caratteristiche dei prodotti disponibili. Infine, la consulenza si conclude con la formulazione di soluzioni di investimento personalizzate e con il monitoraggio nel tempo delle scelte effettuate.

Questo processo non è neutrale dal punto di vista comportamentale. Come evidenziato dalla finanza comportamentale, sia i clienti sia gli operatori possono essere influenzati da bias cognitivi, emozioni e scorciatoie decisionali che incidono sulla qualità delle decisioni. Proprio per questo motivo, la consulenza finanziaria non può limitarsi a un approccio puramente tecnico, ma deve integrare una dimensione relazionale e comunicativa, volta a guidare il cliente verso decisioni consapevoli e coerenti con i propri obiettivi di lungo periodo.

A livello normativo, il quadro di riferimento per la consulenza finanziaria nell’Unione Europea è rappresentato dalla direttiva MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), entrata

in vigore nel 2018. Tale normativa ha rafforzato gli obblighi di trasparenza, correttezza e tutela dell'investitore, ponendo particolare attenzione alla qualità del servizio di consulenza.

In particolare, la MiFID II impone agli intermediari di operare nel miglior interesse del cliente, di valutare l'adeguatezza e l'appropriatezza dei prodotti proposti e di fornire informazioni chiare e comprensibili sui rischi, sui costi e sui potenziali rendimenti degli strumenti finanziari. La normativa MiFID riconosce implicitamente l'esistenza di limiti cognitivi e informativi da parte degli investitori, prevedendo strumenti e procedure volte a ridurre le disparità informative e a prevenire comportamenti opportunistici.⁵⁴

A livello nazionale altre autorità di vigilanza sovrintendono i mercati finanziari, quali la Consob e la Banca d'Italia. La Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) in particolar modo vigila sul rispetto delle regole, sulla trasparenza dei mercati e sulla tutela degli investitori, mentre la Banca d'Italia svolge compiti di vigilanza prudenziale sugli intermediari per assicurarne la correttezza, vigila inoltre sui mercati all'ingrosso di titolo di Stato.⁵⁵

Il processo di consulenza finanziaria si configura quindi non solo come un'attività di intermediazione, ma come un meccanismo di tutela e di accompagnamento decisionale, che assume un ruolo cruciale nella gestione dei comportamenti irrazionali analizzati nel capitolo precedente.

Questo inquadramento normativo e operativo del processo di consulenza finanziaria, che integra modelli teorici di decisione, obblighi regolamentari e tutela dell'investitore, permette di comprendere come la consulenza finanziaria sia il risultato dell'interazione tra criteri economici, vincoli regolamentari e comportamenti individuali. Esso pone inoltre le basi per l'analisi del comportamento degli operatori bancari e delle modalità con cui le banche affrontano l'irrazionalità dei clienti, temi che saranno approfonditi nei paragrafi successivi del capitolo.

4.2 - Il comportamento degli operatori bancari

Il ruolo degli operatori bancari risulta essere fondamentale nel processo di consulenza finanziaria, essi rappresentano il principale punto di incontro tra l'istituzione finanziaria ed il cliente. Sebbene gli operatori siano dotati di competenze tecniche e agiscano all'interno di un quadro normativo strutturato, le loro decisioni non sono immuni da influenze comportamentali, pressioni organizzative e condizioni di incertezza. Anche i professionisti del settore finanziario,

⁵⁴ European Parliament and Council. (2014). *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments (MiFID II)*. Official Journal of the European Union

⁵⁵ Banca d'Italia (2020), *La trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*

infatti, possono manifestare bias cognitivi analoghi a quelli osservati negli investitori, nelle forme specifiche legate al loro contesto lavorativo.

Tra i principali bias professionali che possono influenzare gli operatori bancari si riscontrano l'overconfidence, che porta a sovrastimare le proprie capacità di valutazione e previsione dei mercati, il confirmation bias, che induce a privilegiare informazioni coerenti con le proprie convinzioni iniziali, e lo status quo bias, che favorisce il mantenimento di strategie e soluzioni consolidate anche quando il contesto di mercato suggerirebbe un cambiamento. Tali distorsioni possono incidere sulla qualità della consulenza, riducendo la capacità di adattare le proposte alle reali esigenze del cliente o alle evoluzioni delle condizioni finanziarie.⁵⁶

Un ulteriore elemento critico è rappresentato dalle pressioni commerciali esercitate dalle strutture organizzative delle banche. Sistemi di incentivazione, obiettivi di vendita e politiche di collocamento dei prodotti possono generare potenziali conflitti di interesse, influenzando il comportamento degli operatori.

Nella terminologia finanziaria per definire questo rischio viene utilizzato il termine "mis-selling", tradotto letteralmente significa "vendita impropria/inappropriata", consiste nella vendita all'investitore finale di un prodotto finanziario non congruente con il suo profilo di rischio, con le sue esigenze e con le sue aspettative.⁵⁷

Proprio per contrastare tali rischi, la normativa MiFID II, già citata in precedenza, impone agli intermediari di adottare misure organizzative volte a individuare, prevenire e gestire i conflitti di interesse, nonché a garantire che la consulenza sia prestata nel miglior interesse del cliente, impone controlli sull'adeguatezza e sull'appropriatezza dei prodotti proposti, nonché obblighi di tracciabilità delle raccomandazioni fornite. Tali procedure riducono il rischio di decisioni impulsive e favoriscono un approccio più strutturato e coerente nel tempo

In questo contesto, l'operatore è chiamato a bilanciare le esigenze commerciali dell'istituzione con gli obblighi di correttezza, trasparenza e tutela dell'investitore.

Le decisioni in un settore incerto costituiscono un ulteriore criticità nel comportamento degli operatori bancari. I mercati finanziari sono caratterizzati da volatilità, informazioni incomplete e shock imprevedibili, che rendono complessa l'elaborazione di previsioni accurate. Questo determina che anche gli operatori esperti possono ricorrere a scorciatoie cognitive o affidarsi all'esperienza passata, con il rischio di sottovalutare eventi rari ma rilevanti o di reagire in modo eccessivo a informazioni recenti.

⁵⁶ Cesari, R., Gualtieri, P. (2014), *La consulenza finanziaria*, Il Mulino

⁵⁷ Consob (2014), *Mis-selling di prodotti finanziari complessi*

Nel complesso, il comportamento degli operatori bancari è il risultato dell'interazione tra competenze professionali, vincoli organizzativi, incentivi economici e fattori psicologici. Comprendere tali dinamiche è essenziale per analizzare il ruolo delle banche nella gestione dell'irrazionalità dei clienti e per valutare l'efficacia degli strumenti e delle procedure adottate per migliorare la qualità della consulenza finanziaria.

4.3 - Come le banche gestiscono l'irrazionalità dei clienti

A questo punto una domanda sorge spontanea “Ma gli operatori finanziari possono davvero gestire l'irrazionalità dei clienti?”.

La risposta è in parte positiva, sfruttando il debiasing, si tratta di un insieme di tecniche e strategie per riconoscere, comprendere e ridurre l'influenza dei bias cognitivi nei processi decisionali, puntando a raggiungere giudizi più razionali, equi e oggettivi, attraverso la consapevolezza, l'uso di dati e l'utilizzo di nudges.

Inoltre gli operatori finanziari possono contare su una formazione continua obbligatoria, fondamentale per restare aggiornati sulla normativa, sui nuovi prodotti offerti dal mercato finanziario, acquisire o aggiornare le competenze tecniche. Ma soprattutto possono avvalersi della finanza comportamentale e della psicologia, discipline che studiano le euristiche, i bias cognitivi, i processi logico razionali sottostanti alle decisioni d'investimento e come questi possono essere influenzati per migliorarne i risultati.

L'integrazione della finanza comportamentale nel processo di consulenza consente di identificare e correggere le distorsioni, permette di riconoscere che ogni investitore ha un proprio profilo psicologico unico, che nasce dalle sue propensioni, dalle sue esperienze e dalle sue aspirazioni, ecco perché una buona consulenza non può essere meramente tecnica ma deve essere basata sul dialogo e l'ascolto, deve essere disegnata sul profilo di ciascun cliente, deve tener conto non solo degli obiettivi finanziari e del profilo di rischio, ma anche dei suoi pregiudizi cognitivi e delle sue reazioni emotive specifiche.

Così per un cliente troppo fiducioso nelle proprie capacità, potrebbe risultare utile una revisione periodica del portafoglio con un focus sull'analisi dei rischi, al contrario per un cliente che tende a reagire in modo emotivo ai movimenti di mercato, potrebbe essere necessaria una strategia che preveda un'allocazione altamente diversificata e una gestione attiva del rischio.

Sviluppare empatia, riconoscendo e aiutando i propri clienti ad affrontare i loro limiti cognitivi e i loro bias comportamentali, non solo migliora i risultati d'investimento, ma anche la soddisfazione e la fidelizzazione del cliente.

Un altro strumento utile alla gestione dell'irrazionalità è il questionario di profilazione MiFID, che consente di valutare la conoscenza finanziaria, l'esperienza, gli obiettivi e la propensione al rischio del cliente.

La comunicazione del rischio ricopre un ruolo centrale, le banche sono chiamate a fornire informazioni chiare, comprensibili e non fuorvianti, evitando un linguaggio eccessivamente tecnico e aiutando il cliente a interpretare correttamente la relazione tra rischio e rendimento. Una comunicazione efficace contribuisce a ridurre reazioni emotive e a promuovere decisioni più consapevoli.⁵⁸

Infine, anche il supporto delle nuove tecnologie permette di superare i bias comportamentali, le piattaforme di consulenza digitale e i sistemi basati sull'intelligenza artificiale raccolgono e analizzano i dati sulle scelte di investimento del cliente, identificando pattern comportamentali ricorrenti e suggerendo interventi correttivi. Grazie a queste analisi, l'intervento può essere tempestivo, fornendo al cliente raccomandazioni basate su una comprensione più profonda delle reazioni emotive e contribuendo così a una gestione più stabile.⁵⁹

4.4 - Riflessioni di sintesi sul ruolo degli intermediari finanziari

Il presente capitolo ha analizzato il ruolo delle banche e degli operatori finanziari nel processo di consulenza, evidenziando come le decisioni professionali si sviluppino all'interno di un contesto complesso, in cui competenze tecniche, vincoli normativi e fattori comportamentali interagiscono in modo continuo. È emerso come anche gli operatori bancari, pur agendo in un quadro regolamentare strutturato e orientato alla tutela dell'investitore, possano essere influenzati da bias cognitivi, pressioni commerciali e condizioni di incertezza proprie dei mercati finanziari.

L'analisi ha inoltre mostrato come le banche abbiano progressivamente sviluppato strumenti, procedure e modelli di consulenza volti a gestire l'irrazionalità dei clienti e a migliorare la qualità delle decisioni di investimento, anche attraverso il contributo della finanza comportamentale. Tuttavia, l'efficacia di tali strumenti dipende in larga misura dal comportamento, dalla consapevolezza e dalle modalità operative degli stessi operatori finanziari.

Alla luce delle dinamiche teoriche analizzate e delle implicazioni operative discusse nel presente capitolo, emerge l'esigenza di verificare empiricamente in che misura tali meccanismi

⁵⁸ Slovic, P. (2000), *The Perception of Risk*, Earthscan

⁵⁹ Agrawal, A., Gans, J., Goldfarb, A. (2018), *Prediction Machines*, Harvard Business School Press

siano effettivamente riconosciuti e gestiti nella pratica bancaria quotidiana. In particolare, risulta rilevante indagare il punto di vista degli operatori finanziari, chiamati a interagire con clienti le cui decisioni sono spesso influenzate da fattori emotivi e cognitivi.

A tal fine, verrà presentata una ricerca che avvalendosi di un questionario somministrato ai dipendenti bancari, intende analizzare la percezione, il riconoscimento e la gestione dei comportamenti decisionali dei clienti in ambito finanziario.

CAPITOLO 5

ANALISI EMPIRICA: METODOLOGIA E RISULTATI DELL'INDAGINE SUL PERSONALE BANCARIO

*“La pratica senza teoria è cieca,
come cieca è la teoria senza la pratica”.*
(Protagora – Grecia 490 a.C. – 411 a.C.)

5.1 - Obiettivo della ricerca e quesiti

La presente analisi empirica mira ad approfondire il comportamento decisionale dei gestori private nell'ambito della consulenza finanziaria, con particolare attenzione ai processi attraverso i quali vengono elaborate le raccomandazioni di investimento.

L'obiettivo della ricerca è analizzare in che modo i gestori private riconoscono e gestiscono i bias cognitivi, sia propri sia dei clienti, e valutare l'impatto di tali distorsioni sulle scelte professionali. L'attenzione è rivolta in modo specifico alla propensione al rischio, alle reazioni a scenari di perdita e alla consapevolezza dell'influenza esercitata da elementi emotivi e informativi, come il ruolo dei media e delle notizie recenti.

A tal fine, è stato somministrato un questionario strutturato a un campione di gestori private, figura professionale particolarmente rilevante in quanto chiamata a operare con clienti caratterizzati da patrimoni ingenti, aspettative di performance complesse e con richiesta di un elevato grado di personalizzazione del servizio. Tali premesse rendono il processo decisionale particolarmente esposto a pressioni cognitive, relazionali e comunicative.

L'analisi empirica consentirà quindi di mettere in relazione le evidenze teoriche discusse nei capitoli precedenti con la pratica professionale dei gestori private, offrendo una lettura integrata dei processi decisionali in ambito bancario.

Sulla base del quadro teorico di riferimento e della struttura del questionario, la ricerca si propone di verificare i seguenti quesiti di ricerca:

✓ **Q1 – Propensione al rischio e raccomandazioni di investimento**

I gestori private che dichiarano una maggiore propensione personale al rischio tendono a raccomandare portafogli con una più elevata componente azionaria?

✓ **Q2 – Presenza di bias cognitivi nei gestori private**

Anche i gestori private, pur operando in un contesto professionale strutturato e regolamentato, mostrano la presenza di bias cognitivi, quali ancoraggio, disponibilità e stereotipizzazione, nelle valutazioni di investimento?

✓ **Q3 – Esperienza professionale e consapevolezza comportamentale**

Un maggiore livello di anzianità di servizio è associato a una maggiore capacità dichiarata di riconoscere i bias cognitivi nei comportamenti dei clienti?

✓ **Q4 – Percezione dell'influenza dei media sui clienti**

I gestori private percepiscono un'elevata influenza dei media e delle informazioni recenti sulle decisioni dei clienti, riconoscendo la necessità di un'attività di mediazione e rielaborazione informativa?

✓ **Q5 – Formazione in finanza comportamentale e capacità di gestione del bias**

Una maggiore consapevolezza dei bias cognitivi e una formazione specifica in finanza comportamentale sono associate a una maggiore capacità percepita di identificare e gestire i comportamenti irrazionali dei clienti?

5.2 - Metodologia della ricerca

La ricerca empirica è stata condotta attraverso un'indagine quantitativa, con finalità descrittive ed esplorative, volta ad analizzare il comportamento decisionale dei gestori private nell'ambito della consulenza finanziaria. La scelta di un approccio quantitativo risulta coerente con l'obiettivo di rilevare percezioni, atteggiamenti e valutazioni soggettive legate ai processi decisionali e ai fattori comportamentali che li influenzano.

L'indagine si inserisce in un disegno di ricerca trasversale (cross-sectional), in quanto i dati sono stati raccolti in un unico momento temporale e riferiti a una specifica fase dell'attività professionale degli intervistati. Tale impostazione consente di ottenere una fotografia delle dinamiche decisionali e delle percezioni comportamentali dei gestori private, pur senza finalità predittive o longitudinali.

Lo strumento utilizzato per la raccolta dei dati è un questionario strutturato, appositamente predisposto sulla base del quadro teorico sviluppato nei capitoli precedenti e degli obiettivi della ricerca. Il questionario è composto prevalentemente da domande chiuse, con l'utilizzo di scale di misurazione di tipo likert a cinque punti, affiancate da alcune domande a scelta multipla e da una domanda aperta finale.

La struttura del questionario si articola in cinque sezioni principali.

La prima sezione è dedicata alla raccolta dei dati socio-demografici e professionali degli intervistati, utili a descrivere il campione e ad analizzare eventuali relazioni tra caratteristiche individuali ed esiti comportamentali.

La seconda sezione è finalizzata a rilevare la propensione al rischio dei gestori private, sia in termini di autovalutazione sia attraverso scenari di allocazione di portafoglio.

La terza sezione indaga la presenza di euristiche e bias cognitivi, mediante quesiti costruiti su situazioni ipotetiche e valutazioni probabilistiche, riconducibili a fenomeni quali disponibilità, ancoraggio, stereotipizzazione e home bias.

La quarta sezione si concentra sul rapporto con la clientela, analizzando la percezione dell'influenza dei media, la capacità dichiarata di riconoscere i bias dei clienti e le dinamiche comunicative nella consulenza.

Infine, la quinta sezione è dedicata alla formazione e alla consapevolezza in ambito di finanza comportamentale, con particolare riferimento all'utilità percepita di una preparazione specifica sulla psicologia degli investitori.

La costruzione del questionario è orientata a garantire coerenza tra le domande poste e i quesiti di ricerca formulati, permettendo una successiva analisi dei dati in relazione ai principali temi teorici affrontati.

Il questionario è stato somministrato a un campione di gestori private operanti nel settore bancario. La scelta di focalizzarsi esclusivamente su questa figura professionale risponde all'esigenza di analizzare un profilo caratterizzato da elevata responsabilità decisionale, interazione diretta con clientela ad alta patrimonialità e forte richiesta di personalizzazione del servizio di consulenza.

La somministrazione è avvenuta in forma anonima, al fine di favorire risposte sincere e ridurre possibili effetti di desiderabilità sociale.

I dati raccolti sono stati successivamente organizzati e analizzati in forma aggregata, nel rispetto della riservatezza dei partecipanti.

5.3 - Descrizione del campione

Il presente paragrafo è dedicato alla descrizione delle caratteristiche socio-demografiche e professionali del campione oggetto di analisi, sulla base delle risposte raccolte nella Sezione A del questionario.

Le variabili considerate riguardano l'età, il genere, l'anzianità di servizio e il titolo di studio, al fine di fornire un quadro generale delle caratteristiche degli intervistati.

Il campione è composto complessivamente da 8 gestori private operanti nel settore bancario.

Considerata la dimensione contenuta del campione, l'analisi ha finalità esclusivamente descrittiva ed esplorativa e non intende fornire risultati statisticamente generalizzabili, ma piuttosto offrire una rappresentazione delle principali caratteristiche degli intervistati.

Sezione A - A1. Età

Per quanto riguarda la distribuzione anagrafica, il campione risulta articolato in modo equilibrato fra tre diverse fasce di età rispetto alle quattro considerate (Tabella 5.1).

Tabella 5.1 - Età degli intervistati

Età	Frequenza	Percentuale
≤ 30	0	0%
30-39	3	37,5%
40-49	3	37,5%
≥ 50	2	25%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Non risultano presenti partecipanti con età inferiore ai 30 anni. Nel complesso, il campione è composto prevalentemente da soggetti collocati nelle fasce di età centrali e senior, coerentemente con il ruolo professionale di gestore private, che richiede un'elevata maturità professionale e una consolidata esperienza nel settore.

Sezione A - A2. Genere

Con riferimento al genere, il campione risulta prevalentemente maschile (Tabella 5.2).

Tabella 5.2 - Genere degli intervistati

Genere	Frequenza	Percentuale
Uomo	6	75%
Donna	2	25%
Altro/preferisco non rispondere	0	0%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Non sono state selezionate altre opzioni di genere. La distribuzione riflette una composizione sbilanciata verso il genere maschile, in linea con quanto frequentemente osservato nei ruoli apicali e specialistici.

Sezione A - A4. Anzianità di servizio

L'analisi dell'anzianità di servizio mostra una forte concentrazione del campione nelle fasce di maggior esperienza professionale (Tabella 5.3).

Tabella 5.3 - Anzianità di servizio degli intervistati

Anzianità di servizio	Frequenza	Percentuale
< 3 anni	1	12,5%
3-7 anni	0	0%
8-15 anni	2	25%
> 15 anni	5	62,5%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Non risultano partecipanti con anzianità compresa tra 3 e 7 anni. Nel complesso, il campione appare caratterizzato da un elevato livello di esperienza nel settore bancario, elemento rilevante ai fini dell'analisi dei processi decisionali professionali.

Sezione A - A5. Titolo di studio

Infine, il questionario ha rilevato il titolo di studio degli intervistati (Tabella 5.4).

Tabella 5.4 - Titolo di studio degli intervistati

Titolo di studio	Frequenza	Percentuale
Diploma	2	25%
Laurea triennale	0	0%
Laurea magistrale	6	75%
Dottorato	0	0%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Il campione risulta caratterizzato da un livello di istruzione elevato, con una netta prevalenza di laureati magistrali, elemento coerente con la complessità tecnica e relazionale richiesta dal ruolo di gestore private.

Nel complesso, il campione analizzato è composto da gestori private prevalentemente di genere maschile, con età medio-alta, elevata anzianità di servizio e un alto livello di istruzione, caratteristiche che delineano un profilo professionale esperto e qualificato.

5.4 – Analisi dei risultati

L’analisi dei risultati del questionario consente di esaminare il comportamento decisionale dei gestori private intervistati, mettendo in relazione le risposte fornite con i quesiti di ricerca formulate nel paragrafo 5.1.

Come già ribadito, data la dimensione contenuta del campione, l’analisi assume una valenza prevalentemente descrittiva ed esplorativa, finalizzata a individuare tendenze ricorrenti nei comportamenti decisionali e nelle percezioni dichiarate dagli intervistati.

Q1 – Propensione al rischio e raccomandazioni di investimento (Sezione B – B1-B2)

Il primo quesito indaga la relazione tra propensione personale al rischio e composizione dei portafogli raccomandati ai clienti con profilo neutrale al rischio, sulla base delle risposte raccolte nella Sezione B del questionario (Tabella 5.5).

Tabella 5.5 – Relazione tra propensione personale al rischio e allocazione consigliata

Propensione al rischio	80% obb. 20% az.	60% obb. 40% az.	40% obb. 60% az.	20% obb. 80% az.	Totale
Per niente	--	--	--	--	--
Poco	--	--	--	--	--
Abbastanza	2	2	--	--	4 (50%)
Molto	1	2	--	--	3 (37,5%)
Moltissimo	--	1	--	--	1 (12,5%)
Totale	3 (37,5%)	5 (62,5%)	--	--	8 (100%)

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

I risultati mostrano una propensione al rischio mediamente medio-alta tra i gestori private, la maggioranza degli intervistati si colloca infatti sui valori “abbastanza”, “molto” o “moltissimo” nella scala di autovalutazione della propensione al rischio (B2). Tuttavia, tale atteggiamento personale non si traduce in raccomandazioni di investimento particolarmente aggressive. In presenza di un cliente con profilo neutrale al rischio, la soluzione più frequentemente indicata è il portafoglio bilanciato 60% obbligazioni – 40% azioni, mentre nessun rispondente ha optato per allocazioni con una prevalenza azionaria marcata.

Questo risultato evidenzia una relazione coerente ma mediata tra propensione individuale e decisioni professionali, se da un lato emerge un atteggiamento personale relativamente orientato al rischio, dall’altro le scelte consulenziali risultano improntate a criteri di prudenza e adeguatezza. Tale comportamento è coerente con quanto evidenziato dalla letteratura di finanza comportamentale (Shefrin, 2000)⁶⁰, secondo cui anche operatori esperti tendono a contenere l’assunzione di rischio nelle decisioni professionali, soprattutto in contesti regolamentati e caratterizzati da responsabilità fiduciaria.

La discrepanza osservata tra propensione personale al rischio e raccomandazioni di investimento suggerisce l’esistenza di un meccanismo di autocontrollo professionale, riconducibile sia agli obblighi normativi previsti dalla MiFID II, sia al ruolo di tutela del cliente tipico della consulenza private. In questo senso, il gestore sembra distinguere tra atteggiamenti individuali e comportamento professionale, adottando soluzioni coerenti con il profilo del cliente e con le best practice di settore.

Alla luce di tali evidenze, il quesito Q1 trova supporto a livello descrittivo, indicando una relazione tra propensione al rischio del gestore private e composizione dei portafogli raccomandati, sebbene tale relazione risulti attenuata dai vincoli normativi e organizzativi propri dell’attività di consulenza.

Q2 – Presenza di bias cognitivi nei gestori private (Sezione C – C1-C2-C3-C4-C5)

Il quesito 2 è finalizzato a verificare se, all’interno del processo decisionale professionale, emergano segnali riconducibili a euristiche e bias cognitivi, nonostante l’elevato livello di esperienza, formazione e responsabilità fiduciaria tipico dei gestori private.

A tal fine, l’analisi si concentra sulle domande della Sezione C del questionario, progettate per intercettare specifiche distorsioni cognitive attraverso scenari ipotetici e valutazioni soggettive.

⁶⁰ Shefrin, H. (2000) *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston: Harvard Business School Press.

Sezione C - C1. Bias di disponibilità – Influenza delle notizie recenti

La domanda C1 indaga la percezione del rischio di fallimento di una banca italiana dopo un'esposizione mediatica al tema (Tabella 5.6).

Tabella 5.6 – Percezione del rischio di fallimento bancario

Valutazione di probabilità	Frequenza	Percentuale
Molto improbabile	4	50%
Improbabile	4	50%
Né probabile né improbabile	0	0%
Probabile	0	0%
Molto probabile	0	0%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

I rispondenti collocano la propria valutazione nelle categorie “molto improbabile” o “improbabile”, con una distribuzione equamente ripartita tra le due opzioni.

Questo risultato indica una limitata influenza delle notizie mediatiche recenti sulle valutazioni probabilistiche dei gestori private, nonostante l'elevata esposizione al tema delle crisi bancarie nel dibattito pubblico. Tale evidenza suggerisce una resistenza al bias di disponibilità, verosimilmente riconducibile all'esperienza professionale, alla conoscenza diretta dei meccanismi di vigilanza e alla maggiore capacità di distinguere tra eventi eccezionali e stabilità del sistema finanziario.

Il dato appare coerente con la letteratura comportamentale, secondo cui l'esperienza e la competenza specialistica possono attenuare, pur non eliminare completamente, l'impatto delle euristiche legate alla salienza informativa (Tversky & Kahneman, 1973)⁶¹. Nel caso specifico, i gestori private sembrano adottare un approccio valutativo più razionale e meno reattivo rispetto al rumore informativo, in linea con il ruolo professionale ricoperto e con le responsabilità decisionali associate.

Nel complesso, la domanda C1 contribuisce alla verifica del quesito Q2 mostrando che, sebbene i gestori private possano essere esposti agli stessi stimoli informativi degli investitori retail, il

⁶¹ Tversky A., Kahneman D. (1973), *Availability: A heuristic for judging frequency and probability*, *Cognitive Psychology*, vol. 5, n. 2, pp. 207–232.

contesto professionale e regolamentato favorisce un processo decisionale più controllato e meno influenzato dalle euristiche più immediate.

Sezione C – C2. Bias di ancoraggio – Riferimento al prezzo passato

La domanda C2 indaga l'effetto ancoraggio, misurando quanto il prezzo storico (€ 120) di un titolo influenzi la valutazione delle sue prospettive future dopo una perdita di valore (Tabella 5.7).

Tabella 5.7 – Influenza del prezzo iniziale

Livello di influenza	Frequenza	Percentuale
Per niente	2	25%
Poco	3	37,5%
Abbastanza	2	25%
Molto	1	12,5%
Moltissimo	0	0%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Nel complesso, la maggioranza dei gestori private (5 su 8) dichiara che il prezzo iniziale esercita un'influenza nulla o limitata sulla propria valutazione, suggerendo una parziale resistenza al bias di ancoraggio. Tale risultato appare coerente con il profilo professionale del campione, caratterizzato da elevata esperienza e competenze tecniche, che possono contribuire a ridurre l'impatto delle euristiche cognitive nelle valutazioni di investimento.

Tuttavia, la presenza di 3 rispondenti che riconoscono un'influenza "abbastanza" o "molto" rilevante del prezzo iniziale indica che il bias di ancoraggio non risulta completamente assente, nemmeno in un contesto professionale strutturato. Questo dato è in linea con la letteratura di finanza comportamentale, secondo cui anche operatori esperti possono essere influenzati da punti di riferimento iniziali, soprattutto in situazioni di incertezza o in presenza di richieste esplicite da parte del cliente (Kahneman & Riepe, 1998)⁶².

⁶² Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52–65

Nel complesso, l'evidenza empirica supporta il quesito Q2 a livello descrittivo, mostrando come i gestori private manifestino forme attenuate, ma non eliminate, di bias cognitivi, confermando l'idea che l'esperienza professionale riduca l'intensità delle distorsioni senza annullarle completamente.

Sezione C – C3. Euristica della rappresentatività – Profilo del cliente e scelte di investimento

La domanda C3 analizza la probabilità attribuita a investimenti azionari sulla base di un profilo descrittivo del cliente (Tabella 5.8).

Tabella 5.8 – Probabilità attribuita a investimenti azionari

Probabilità percepita	Frequenza	Percentuale
Molto bassa	0	0%
Bassa	0	0%
Moderata	0	0%
Alta	3	37,5%
Molto alta	5	62,5%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Alla domanda C3, relativa alla probabilità che un cliente descritto come “dinamico, amante delle sfide e abituato a investire in autonomia” preferisca investimenti azionari, tutti i gestori private intervistati collocano la risposta sui livelli più elevati della scala. In particolare, 3 rispondenti indicano una probabilità “alta” e 5 una probabilità “molto alta”, senza alcuna risposta nei livelli medio-bassi.

Questo risultato evidenzia una forte tendenza a inferire le preferenze di investimento a partire da tratti descrittivi del cliente, suggerendo la presenza di un meccanismo di stereotipizzazione o di rappresentatività. I gestori associano in modo quasi automatico caratteristiche comportamentali generiche (dinamismo, autonomia, propensione alle sfide) a una preferenza per strumenti azionari, senza che vengano fornite informazioni oggettive sul profilo di rischio, sull'orizzonte temporale o sugli obiettivi finanziari del cliente.

Tale evidenza risulta coerente con la letteratura di finanza comportamentale, secondo cui anche operatori esperti possono ricorrere a euristiche di rappresentatività per semplificare processi

decisionali complessi, attribuendo a un individuo caratteristiche tipiche di una categoria stereotipata (Barberis & Thaler, 2003)⁶³. In ambito consulenziale, questo può tradursi in una valutazione iniziale del cliente basata sulla parvenza piuttosto che su un'analisi strutturata e completa.

Nel complesso, la distribuzione delle risposte alla domanda C3 fornisce supporto descrittivo al quesito Q2, confermando la presenza di bias cognitivi anche nei gestori private, in particolare sotto forma di stereotipizzazione nella fase di interpretazione del profilo del cliente.

Sezione C - C4. Home bias – Preferenza per titoli nazionali

La domanda C4 analizza la propensione a raccomandare titoli italiani rispetto a titoli esteri a parità di caratteristiche (Tabella 5.9).

Tabella 5.9 – Frequenza di raccomandazione di titoli italiani

Raccomandazione titoli nazionali	Frequenza	Percentuale
Mai	0	0%
Raramente	2	25%
A volte	5	62,5%
Spesso	1	12,5%
Molto spesso	0	0%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Le risposte alla domanda C4 evidenziano una preferenza moderata per i titoli italiani rispetto a quelli esteri. In particolare, cinque gestori su otto dichiarano di raccomandare titoli nazionali “a volte”, due “raramente” e uno solo “spesso”. Tale distribuzione indica l’assenza di un’home bias marcato e sistematico, pur suggerendo la presenza di una preferenza domestica occasionale.

In termini interpretativi, questo comportamento appare compatibile con una maggiore familiarità informativa verso il mercato nazionale, senza tuttavia tradursi in una scelta ricorrente o prevalente a favore degli strumenti domestici. I gestori sembrano quindi adottare un approccio

⁶³ Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1053–1128). Elsevier.

orientato alla diversificazione geografica, all'interno del quale la componente nazionale non viene né privilegiata, né esclusa a priori.

L'evidenza empirica risulta coerente con la letteratura di finanza comportamentale, secondo cui anche operatori esperti possono manifestare forme attenuate di home bias, legate alla familiarità e alla percezione di maggiore controllo sui mercati domestici (Barberis & Thaler, 2003)⁶⁴. Tuttavia, nel contesto della consulenza private e in presenza di vincoli normativi e professionali, tale bias tende a emergere in modo contenuto e non dominante.

Nel complesso, l'analisi della domanda C4 supporta il quesito Q2 a livello descrittivo, mostrando come i bias cognitivi non siano assenti nel comportamento dei gestori private, ma tendano a manifestarsi in modo controllato e compatibile con la responsabilità fiduciaria e consulenziale proprie del ruolo.

Sezione C - C5. Avversione alle perdite – Reazione a scenari di perdita

La domanda C5 analizza il comportamento dei gestori private di fronte ad uno scenario di perdita moderata (-10%) consentendo di intercettare atteggiamenti riconducibili all'avversione alle perdite e al disposition effect (Tabella 5.10).

Tabella 5.10 - Reazione a una perdita del 10%

Reazione a scenari di perdita	Frequenza	Percentuale
Venderei immediatamente per evitare ulteriori perdite	0	0%
Aspetterei un possibile recupero	2	25%
Aumenterei l'investimento per mediare il prezzo	6	75%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

Dall'analisi delle risposte emerge un orientamento marcato verso strategie di mantenimento o incremento della posizione in perdita. In particolare, il 75% degli intervistati dichiara che, in presenza di una perdita del 10%, aumenterebbe l'investimento per mediare il prezzo, mentre il restante 25% sceglierebbe di attendere un possibile recupero. Nessun rispondente opta per la vendita immediata.

⁶⁴ Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1053–1128). Amsterdam: Elsevier.

Questo comportamento è coerente con i principali contributi della finanza comportamentale, che evidenziano come gli individui tendano a evitare la realizzazione delle perdite, manifestando una maggiore propensione a mantenere o rafforzare posizioni negative piuttosto che accettare una perdita certa. Tale atteggiamento è riconducibile sia all'avversione alle perdite (loss aversion) sia al disposition effect, secondo cui gli investitori mostrano una maggiore resistenza alla vendita di asset in perdita rispetto a quelli in guadagno (Shefrin & Statman, 1985)⁶⁵.

Nel contesto professionale dei gestori private, questa tendenza può assumere una doppia valenza. Da un lato, la scelta di mediare il prezzo può riflettere una valutazione razionale basata su orizzonti temporali di lungo periodo e su una pianificazione coerente con il profilo del cliente. Dall'altro lato, la forte concentrazione delle risposte su questa opzione suggerisce che anche operatori esperti possano essere influenzati da meccanismi cognitivi ed emotivi che portano a posticipare la realizzazione della perdita.

Le evidenze emerse dalla domanda C5 confermano ulteriormente la presenza di bias cognitivi nei gestori private, in particolare con riferimento all'avversione alle perdite, rafforzando quanto osservato nelle analisi precedenti relative ad ancoraggio, stereotipizzazione e home bias.

In sintesi, l'analisi della Sezione C evidenzia un quadro articolato. Alla domanda C1 emerge una sostanziale resistenza al bias di disponibilità, suggerendo una capacità dei gestori private di contenere l'influenza delle notizie recenti. Al contrario, nelle domande C2, C3, C4 e C5 si osservano diverse forme di distorsione cognitiva. In particolare, il bias di ancoraggio risulta presente in forma attenuata (C2), mentre l'euristica della rappresentatività o stereotipizzazione (C3) e l'avversione alle perdite (C5) emergono in modo più marcato. L'home bias (C4) si manifesta invece in forma moderata. Nel complesso, i risultati confermano che l'esperienza professionale riduce l'intensità dei bias cognitivi senza eliminarli completamente, fornendo supporto descrittivo al quesito Q2.

Q3 – Esperienza professionale e consapevolezza comportamentale (Sezione A – A4 e Sezione D – D2)

Il quesito Q3 intende verificare se un maggiore livello di anzianità di servizio sia associato a una più elevata capacità dichiarata di riconoscere i bias cognitivi nei comportamenti dei clienti.

⁶⁵ Shefrin, H., & Statman, M. (1985) *The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence*. The Journal of Finance, 40(3), 777–790.

A tal fine, sono state analizzate congiuntamente le risposte relative all'anzianità di servizio (A4) e alla capacità percepita di identificare i bias dei clienti (D2), (Tabella 5.11).

Tabella 5.11 – Anzianità di servizio e capacità dichiarata di riconoscere i bias dei clienti

Anzianità di servizio	Per niente	Poco	Abbastanza	Molto	Moltissimo	Totale
3 anni	--	--	1	--	--	1 (12,5%)
3-7 anni	--	--	--	--	--	--
8-15 anni	--	--	--	1	1	2 (25%)
>15 anni	--	--	2	3	--	5 (62,5%)
Totale	--	--	3 (37,5%)	4 (50%)	1 (12,5%)	8 (100%)

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

L'analisi evidenzia una relazione coerente tra anzianità di servizio e livello di consapevolezza comportamentale dichiarata. In particolare, l'intervistato con minore esperienza professionale (meno di 3 anni) si colloca sul livello "abbastanza", suggerendo una percezione ancora parziale della propria capacità di riconoscere i bias cognitivi dei clienti.

Tra gli intervistati con anzianità intermedia (8–15 anni), emerge invece una distribuzione su livelli più elevati della scala, un rispondente indica "molto" e uno "moltissimo", segnalando una maggiore sicurezza nella lettura dei comportamenti irrazionali della clientela. Questo passaggio suggerisce che, con l'aumentare dell'esperienza, si sviluppi una crescente sensibilità verso le dinamiche psicologiche che influenzano le decisioni di investimento.

Il gruppo più numeroso, costituito dai gestori con oltre 15 anni di esperienza, concentra le risposte prevalentemente sui livelli "molto" (3 rispondenti) e "abbastanza" (2 rispondenti), senza tuttavia raggiungere il valore massimo della scala. Tale risultato suggerisce che l'elevata esperienza professionale favorisca una maggiore consapevolezza comportamentale, ma al tempo stesso induca una valutazione più prudente e realistica delle proprie capacità, evitando forme di eccessiva sicurezza.

Nel complesso, i dati mostrano come l'esperienza professionale contribuisca a rafforzare la capacità dichiarata di riconoscere i bias cognitivi dei clienti, pur senza eliminare una certa cautela autovalutativa. Questo risultato è coerente con la letteratura di finanza comportamentale, secondo cui l'apprendimento esperienziale migliora la capacità di

interpretare i comportamenti irrazionali, ma non conduce necessariamente a una percezione di pieno controllo sui processi decisionali (Kahneman & Riepe, 1998)⁶⁶.

Alla luce delle evidenze emerse, il quesito Q3 viene confermato. I risultati suggeriscono infatti che una maggiore anzianità di servizio sia associata a una più elevata consapevolezza dei bias cognitivi dei clienti, confermando il ruolo dell'esperienza come fattore chiave nello sviluppo delle competenze decisionali e relazionali dei gestori private.

Q4 – Percezione dell'influenza dei media sui clienti (Sezione D – D1)

Il quesito Q4 intende verificare se i gestori private percepiscano un'elevata influenza dei media sulle decisioni di investimento dei clienti, riconoscendo implicitamente la necessità di un'attività di mediazione informativa nell'ambito della consulenza.

A tal fine, l'analisi si concentra sulla domanda D1 del questionario, che misura il grado di influenza attribuito ai media nelle scelte di investimento della clientela (Tabella 5.12).

Tabella 5.12 – Percezione dell'influenza dei media sulle decisioni dei clienti

Influenza dei media	Frequenza	Percentuale
Per niente	0	0%
Poco	1	12,5%
Abbastanza	0	0%
Molto	7	87,5%
Moltissimo	0	0%
Totale	8	100%

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

I risultati mostrano una percezione pressoché unanime dell'elevata influenza esercitata dai media sulle decisioni di investimento dei clienti. In particolare, sette gestori su otto valutano tale influenza come “molto”, mentre un solo intervistato la considera “poco”. Nessun rispondente colloca la propria valutazione nei livelli intermedi o estremi della scala.

⁶⁶ Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52–65.

Questo dato evidenzia una forte consapevolezza, da parte dei gestori private, del ruolo che notizie economico-finanziarie, eventi di mercato recenti e narrazioni mediatiche possono svolgere nel condizionare le aspettative, le emozioni e le decisioni dei clienti. In altri termini, pur mostrando una relativa resistenza personale a tali stimoli informativi (come emerso dall'analisi della domanda C1), i gestori riconoscono che la clientela risulta maggiormente esposta a dinamiche di reazione emotiva e a processi decisionali guidati dalla salienza delle informazioni.

Tale evidenza è coerente con la letteratura di finanza comportamentale, secondo cui gli investitori tendono a sovrastimare la rilevanza di informazioni recenti o altamente mediatizzate, manifestando forme di availability bias e overreaction (Barberis, Shleifer & Vishny, 1998)⁶⁷. In questo contesto, il ruolo del gestore private assume una funzione cruciale di filtro interpretativo e di rielaborazione razionale dell'informazione.

Nel complesso, le evidenze empiriche supportano il quesito Q4 a livello descrittivo. I gestori private percepiscono chiaramente l'influenza dei media sulle decisioni dei clienti e, implicitamente, la necessità di un'attività consulenziale orientata alla riduzione delle distorsioni informative ed emotive.

Questa consapevolezza rafforza l'idea che la consulenza private non si limiti alla formulazione di raccomandazioni tecniche, ma includa una dimensione comunicativa e relazionale volta a contenere reazioni impulsive e a ricondurre le scelte di investimento entro un quadro coerente con gli obiettivi e l'orizzonte temporale del cliente.

Q5 – Formazione in finanza comportamentale e capacità di gestione del bias (Sezione D – D2 e Sezione E – E1-E2)

Il quesito Q5 indaga se la formazione specifica in finanza comportamentale e la consapevolezza dell'utilità di tali competenze siano associate a una maggiore capacità percepita di identificare e gestire i comportamenti irrazionali dei clienti.

Poiché tutti gli intervistati hanno dichiarato di aver ricevuto una formazione specifica in finanza comportamentale (domanda E1), tale variabile non presenta variabilità all'interno del campione e non consente pertanto un'analisi differenziale. Di conseguenza, l'analisi incrociata è stata condotta facendo riferimento alle risposte fornite alla domanda E2, relativa all'utilità percepita

⁶⁷ Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). *A model of investor sentiment*. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307–343.

della formazione ricevuta, e alla domanda D2, concernente la capacità dichiarata di riconoscere i bias cognitivi dei clienti (Tabella 5.13).

Tabella 5.13 – Utilità percepita della formazione e capacità di riconoscere i bias

Utilità percepita della formazione (E2)	Per niente	Poco	Abbastanza.	Molto	Moltissimo.	Totale
Per niente	--	--	--	--	--	--
Poco	--	--	--	--	--	--
Abbastanza	--	--	1	1	--	2 (25%)
Molto	--	--	2	3	--	5 (62,5%)
Moltissimo	--	--	--	--	1	1 (12,5%)
Totale	--	--	3 (37,5%)	4 (50%)	1 (12,5%)	8 (100%)

Fonte: elaborazione propria su dati del questionario

I risultati mostrano una distribuzione chiaramente orientata verso i livelli medio-alti di entrambe le variabili. In particolare, la maggioranza dei gestori che valuta la formazione come “molto” utile (5 su 8, pari al 62,5%) dichiara una capacità di riconoscere i bias dei clienti collocata prevalentemente nei livelli “abbastanza” e “molto”, suggerendo una relazione positiva tra utilità percepita della formazione e consapevolezza dei comportamenti distorsivi della clientela. Analogamente, i gestori che attribuiscono alla formazione un’utilità “abbastanza” elevata (2 su 8, pari al 25%) si collocano esclusivamente nei livelli intermedi della capacità di riconoscimento dei bias.

Un ulteriore elemento rilevante è rappresentato dal fatto che l’unico intervistato che considera la formazione “moltissimo” utile dichiara anch’egli una capacità elevata di riconoscere i bias dei clienti, rafforzando l’ipotesi di una relazione coerente tra formazione comportamentale e competenze consulenziali di tipo cognitivo. Al contrario, non emergono risposte nei livelli più bassi della scala (“per niente” o “poco”) né per quanto riguarda l’utilità percepita della formazione né per la capacità di riconoscimento dei bias, evidenziando un elevato grado di omogeneità qualitativa del campione.

Tali risultati sono coerenti con la letteratura di finanza comportamentale, secondo cui una formazione specifica consente ai professionisti di riconoscere e gestire più efficacemente le

distorsioni cognitive degli investitori, pur senza eliminarle completamente (Kahneman & Riepe, 1998; Shefrin, 2000; Barberis & Thaler, 2003)⁶⁸.

Nel complesso, l'analisi descrittiva suggerisce che la formazione in finanza comportamentale non solo sia complessivamente presente tra i gestori private intervistati, ma venga anche percepita come uno strumento concretamente utile per migliorare la capacità di intercettare e gestire le distorsioni cognitive dei clienti. Pur nei limiti della dimensione campionaria, tali evidenze forniscono supporto descrittivo al quesito Q5, indicando che una maggiore valorizzazione della formazione comportamentale si associa a una più elevata consapevolezza dei bias nel processo decisionale consulenziale.

Bias cognitivi più frequenti nei clienti: analisi della domanda aperta

Dall'analisi della domanda aperta, relativa all'individuazione dei bias cognitivi più frequenti tra i clienti, emerge una significativa convergenza su alcuni bias ricorrenti. In particolare, l'avversione alle perdite (loss aversion) viene citata dalla maggioranza degli intervistati come la distorsione più frequente, spesso associata alla difficoltà dei clienti di accettare perdite anche moderate e alla tendenza a privilegiare strategie difensive. Un secondo bias ricorrente è rappresentato dall'home bias, richiamato più volte come preferenza per strumenti finanziari domestici, percepiti come più familiari e quindi erroneamente meno rischiosi.

Alcuni gestori menzionano inoltre il bias di ancoraggio, evidenziando come i clienti tendano a fare riferimento a prezzi passati o valori iniziali nella valutazione degli investimenti, anche quando tali riferimenti non risultano più informativi. In misura minore, emerge anche il tema dell'eccesso di fiducia, riconducibile a una sovrastima delle proprie competenze finanziarie o della capacità di prevedere l'andamento dei mercati.

Particolarmente rilevante è una risposta articolata che sposta l'attenzione dal singolo bias cognitivo alla corretta individuazione dell'orizzonte temporale di investimento, considerato dal gestore come il principale elemento critico nel rapporto con il cliente. In questa prospettiva, il rischio viene interpretato non tanto come volatilità dello strumento, quanto come incoerenza tra durata dell'investimento e obiettivi finanziari. Tale osservazione mette in luce come alcune distorsioni cognitive dei clienti si manifestino indirettamente, attraverso una comprensione semplificata e talvolta errata del concetto di rischio.

⁶⁸ Shefrin, H. (2000) *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston: Harvard Business School Press

Nel complesso, le evidenze qualitative confermano quanto emerso nelle analisi precedenti: i gestori private mostrano una elevata consapevolezza dei principali bias comportamentali della clientela e riconoscono il ruolo centrale della consulenza, dell'ascolto e della comunicazione finanziaria nel mitigarne gli effetti. Questo rafforza l'interpretazione del quesito Q5, secondo cui la formazione e l'esperienza professionale favoriscono non solo il riconoscimento dei bias, ma anche un approccio più riflessivo e orientato alla tutela del cliente

5.5 – Implicazioni manageriali e comunicative

I risultati dell'analisi empirica evidenziano come i fattori comportamentali svolgano un ruolo rilevante nel processo decisionale dei gestori private, anche all'interno di un contesto professionale strutturato e regolamentato. Da ciò derivano importanti implicazioni sia sul piano manageriale sia su quello comunicativo.

Dal punto di vista manageriale, emerge innanzitutto l'importanza di rafforzare la formazione dei gestori private in ambito di finanza comportamentale. Sebbene tutti gli intervistati dichiarino di aver ricevuto una formazione specifica, i risultati mostrano come alcuni bias cognitivi, quali l'ancoraggio, la stereotipizzazione e l'avversione alle perdite, continuino a manifestarsi, seppur in forma attenuata. Ciò suggerisce l'utilità di percorsi formativi continui, non limitati alla fase iniziale, ma integrati nel tempo e orientati a una maggiore consapevolezza dei meccanismi decisionali.

Inoltre, i risultati indicano che l'esperienza professionale contribuisce ad accrescere la capacità di riconoscere i bias nei comportamenti dei clienti, ma senza la possibilità di eliminarli completamente. Da un punto di vista organizzativo, questo aspetto sottolinea la necessità di affiancare all'esperienza individuale strumenti strutturati di supporto alle decisioni, come linee guida, modelli di consulenza standardizzati e momenti di confronto interno tra colleghi.

Sul piano comunicativo, l'analisi mette in evidenza il ruolo centrale della relazione banca-cliente. I gestori private percepiscono una forte influenza dei media sulle decisioni dei clienti, riconoscendo la necessità di svolgere un'attività di mediazione informativa. Questo implica che la consulenza non si limiti alla proposta di soluzioni di investimento, ma includa un'attenta gestione della comunicazione, volta a contestualizzare le notizie, ridurre le reazioni emotive e favorire decisioni più consapevoli.

In questo senso, la capacità di ascolto, la chiarezza espositiva e l'adattamento del linguaggio al profilo del cliente emergono come competenze chiave. La finanza comportamentale può quindi rappresentare un valido supporto per migliorare l'efficacia comunicativa, aiutando il gestore a

riconoscere le distorsioni cognitive del cliente e a impostare un dialogo più efficace e orientato agli obiettivi di lungo periodo.

Nel complesso, le evidenze emerse suggeriscono che l'integrazione della finanza comportamentale nei modelli di consulenza private non costituisce solo un valore aggiunto teorico, ma un elemento operativo fondamentale per migliorare la qualità delle decisioni, la relazione con il cliente e la sostenibilità del servizio nel tempo.

5.6 – Limiti della ricerca e sviluppi futuri

Come ogni studio empirico, anche la presente ricerca mostra alcuni limiti che è opportuno evidenziare al fine di interpretare correttamente i risultati ottenuti e di individuare possibili sviluppi futuri.

Un primo limite riguarda la dimensione del campione, composto da un numero contenuto di gestori private. Tale caratteristica non consente di attribuire ai risultati una valenza di rappresentatività statistica rispetto all'intera popolazione dei gestori operanti nel sistema bancario italiano. L'analisi assume pertanto una natura prevalentemente descrittiva ed esplorativa, finalizzata a individuare tendenze comportamentali piuttosto che a formulare generalizzazioni.

Un secondo limite è legato alla composizione del campione, che include esclusivamente gestori private. Sebbene questa scelta sia coerente con gli obiettivi della ricerca, essa non permette di confrontare i risultati con quelli relativi ad altre figure bancarie, come consulenti finanziari retail, gestori corporate o operatori di back office, che potrebbero presentare dinamiche decisionali differenti.

Ulteriori limiti riguardano lo strumento di rilevazione utilizzato. Il questionario, basandosi su autovalutazioni e scenari ipotetici, può essere influenzato da effetti di desiderabilità sociale o da una sovrastima delle proprie capacità decisionali. Inoltre, le risposte dichiarate potrebbero non riflettere pienamente i comportamenti effettivi messi in atto in situazioni operative reali.

Alla luce di tali considerazioni, emergono diversi possibili sviluppi futuri della ricerca. In primo luogo, sarebbe auspicabile ampliare il campione e coinvolgere più istituti bancari, al fine di aumentare la robustezza empirica dei risultati. In secondo luogo, un'estensione dello studio ad altre figure professionali consentirebbe di analizzare eventuali differenze nei comportamenti decisionali lungo la catena del processo di consulenza.

Ulteriori sviluppi potrebbero includere l'utilizzo di metodologie miste, affiancando al questionario interviste qualitative o analisi di casi, nonché studi longitudinali volti a osservare

l'evoluzione dei comportamenti decisionali nel tempo, anche in relazione a cambiamenti normativi o di mercato.

CAPITOLO 6 CONCLUSIONI

*“Anche un viaggio di mille miglia
inizia con un singolo passo”.*
(Lao Tzu – Cina 571 a.C.)

6.1 – Contributo della ricerca

Il presente elaborato ha analizzato il comportamento decisionale in ambito finanziario attraverso un approccio integrato, che unisce i modelli della finanza tradizionale con i contributi della finanza comportamentale. Partendo dall'ipotesi di razionalità perfetta dell'homo oeconomicus e dall'efficienza dei mercati finanziari, la ricerca ha progressivamente evidenziato i limiti di tali modelli, introducendo il ruolo delle euristiche, dei bias cognitivi e dei fattori emotivi nei processi decisionali.

L'attenzione si è poi spostata sul contesto bancario e consulenziale, analizzando il ruolo dei consulenti finanziari all'interno di un quadro normativo strutturato. In questa prospettiva, la consulenza finanziaria è stata interpretata non solo come attività tecnica, ma come processo relazionale e comunicativo, fortemente influenzato da dinamiche psicologiche e comportamentali.

Il lavoro evidenzia come il comportamento degli operatori finanziari non possa essere considerato pienamente neutrale o immune da distorsioni cognitive, anche in presenza di elevata esperienza, formazione e vincoli normativi.

Da un punto di vista teorico, la tesi contribuisce a rafforzare la connessione tra finanza, psicologia ed economia comportamentale, sottolineando la necessità di superare una visione esclusivamente basata sui modelli tradizionali. L'integrazione della finanza comportamentale consente infatti di interpretare in modo più realistico le scelte di investimento e le interazioni tra intermediari e clienti.

L'analisi empirica ha rappresentato il momento di unione tra teoria e pratica, consentendo di osservare come i concetti sviluppati nei capitoli teorici trovino riscontro nell'esperienza professionale dei gestori private. Nel complesso, il lavoro ha mostrato come la razionalità economica, pur rimanendo un riferimento fondamentale, debba essere affiancata da una comprensione più ampia dei comportamenti reali e delle modalità attraverso cui le decisioni vengono effettivamente assunte.

6.2 – Riflessioni sul ruolo della comunicazione nella consulenza finanziaria

Uno degli elementi centrali emersi dal lavoro riguarda il ruolo della comunicazione nel processo di consulenza finanziaria. La capacità di tradurre informazioni complesse in messaggi chiari, comprensibili e coerenti con il profilo del cliente rappresenta una competenza strategica per gli operatori bancari, in particolare nel segmento private.

La comunicazione non si limita alla trasmissione di dati e numeri, ma assume una funzione di mediazione cognitiva ed emotiva, aiutando il cliente a interpretare il rischio, a gestire l'incertezza e a mantenere una visione di lungo periodo. In questo contesto, il gestore assume il ruolo di facilitatore decisionale, chiamato a riconoscere e contenere le reazioni emotive, evitando che bias e scorciatoie cognitive compromettano la qualità delle scelte.

Dal punto di vista della comunicazione d'impresa, emerge l'importanza di un allineamento tra messaggi istituzionali, pratiche consulenziali e valori organizzativi. Una comunicazione coerente e trasparente contribuisce non solo a migliorare la relazione con il cliente, ma anche a rafforzare la fiducia nel sistema bancario e nella stessa della consulenza finanziaria.

6.3 – Considerazioni conclusive

In conclusione, il lavoro evidenzia come la comprensione dei comportamenti finanziari richieda un approccio multidisciplinare, capace di integrare modelli economici, analisi comportamentale e riflessioni manageriali. La finanza comportamentale si conferma uno strumento interpretativo essenziale per leggere le dinamiche decisionali reali, sia dal lato degli investitori sia da quello degli operatori professionali.

All'interno di un contesto caratterizzato da mercati complessi, crescente incertezza e forte pressione informativa, il ruolo degli intermediari finanziari assume una valenza sempre più strategica. Investire nella formazione comportamentale, nella qualità della comunicazione e nella consapevolezza dei propri limiti cognitivi rappresenta una leva fondamentale per migliorare l'efficacia della consulenza e la sostenibilità delle decisioni di investimento nel lungo periodo.

La tesi si conclude quindi con l'idea che la razionalità, più che essere un presupposto dato, debba essere intesa come un obiettivo da costruire attraverso regole, competenze, consapevolezza e strumenti adeguati. In questo senso, la finanza comportamentale non sostituisce la finanza tradizionale, ma ne amplia la portata, offrendo una lettura più realistica e umana dei mercati e delle decisioni economiche.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

1. Agrawal, A., Gans, J., Goldfarb, A. (2018), *Prediction Machines*, Harvard Business School Press
2. Banca d'Italia (2020), *La trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*
3. Banerjee, A. V. (1992). *A Simple Model of Herd Behavior*. Quarterly Journal of Economics, 107(3), 797–817
4. Barber, B. M., & Odean, T. (2000). *Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*. Quarterly Journal of Economics, 116(1), 261–292
5. Barberis, N., & Thaler, R. (2003). *A Survey of Behavioral Finance*. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B, Financial Markets and Asset Pricing (pp. 1053–1128). Elsevier North Holland
6. Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). *A Model of Investor Sentiment*. Journal of Financial Economics, 49(3), 307–343
7. Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades*. Journal of Political Economy, 100(5), 992–1026
8. Black F.(1986), Noise, in Journal of Finance, vol.46, pp.528-543
9. Cesari, R., Gualtieri, P. (2014), *La consulenza finanziaria*, Il Mulino
10. Consob (2014), *Mis-selling di prodotti finanziari complessi*
11. Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (1999). *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*. Journal of Finance, 54(6), 2045–2073
12. De Bondt, W., & Thaler, R. (1995). Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. In R. Jarrow, V. Maksimovic, & W. T. Ziemba (Eds.), *Handbooks in OR & MS*
13. De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). *Does the Stock Market Overreact?* The Journal of Finance, 40(3), 793–805
14. De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). *Noise Trader Risk in Financial Markets*. Journal of Political Economy, 98(4), 703–738
15. European Parliament and Council. (2014). *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments (MiFID II)*. Official Journal of the European Union
16. Fama E.F.(1991), *Efficient Capital Market: II*, in Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (dicembre), pp. 1575-1617
17. Fama E.F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in Journal of Finance, Vol. 25(2), pp. 383-417
18. Frydman, C., & Camerer, C. F. (2016). *The Psychology and Neuroscience of Financial Decision Making*. Trends in Cognitive Sciences, 20(9), 661–675

19. Griffin, D., & Tversky, A. (1992). *The weighing of evidence and the determinants of confidence*. *Cognitive Psychology*, 24(3), 411–435
20. Guiso, L., & Jappelli, T. (2006). *Information Acquisition and Portfolio Performance*. CEPR Discussion Paper, No. 5901
21. Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux
22. Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52–65
23. Kahneman, D., & Tversky, A. (1992). *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297–323
24. Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193–206
25. Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325–1348
26. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–291
27. Langer, E. J. (1975). The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2), 311–328
28. Langer, E. J. (1975). The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2), 311–328
29. Legrenzi P., Arielli E. (2005), *Psicologia e management. Le basi cognitive delle scienze manageriali*, Il Sole 24 Ore, Milano
30. Markowitz H., (1952), “Portfolio selection”, *Journal of Finance*
31. Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). *Status Quo Bias in Decision Making*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7–59
32. Shefrin, H. (2000) *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston: Harvard Business School Press
33. Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790
34. Shefrin, H. e Statman M. (1985), “Behavioral Portfolio Theory”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*
35. Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2011). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave Macmillan
36. Simon H. (1955), A Behavioral Model of Rational Choice, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, pp. 98-118
37. Slovic, P., Finucane, M., Peters, E., & MacGregor, D. G. (2002). The affect heuristic. In T. Gilovich, D. Griffin, & D. Kahneman (Eds.), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (pp. 397–420). Cambridge University Press
38. Slovic, P. (2000), *The Perception of Risk*, Earthscan

39. Adam Smith, *La teoria dei sentimenti morali* a cura di Bonfiglioli R. e Felice D., Milano-Udine, Edizioni Mimesis, 2024
40. Thaler, R. H., Sunstein, C. R. (2008), *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven
41. Thaler, R. H. (1999). *Mental Accounting Matters*. Journal of Behavioral Decision Making, 12(3), 183–206
42. Thaler, R. H. (1985). *Mental Accounting and Consumer Choice*. Marketing Science, 4(3), 199–214
43. Thaler, R. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer Choice. Journal of Economic Behavior and Organization, 1(1), 39–60
44. Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. Science, 211(4481), 453–458
45. Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science, 185(4157), 1124–1131
46. Tversky A., Kahneman D. (1973), *Availability: A heuristic for judging frequency and probability*, Cognitive Psychology, vol. 5, n. 2, pp. 207–232
47. Capitolo 19 (2014) – L'avversione al rischio e l'utilità attesa <https://www.slideserve.com/urban/capitolo-19-l-avversione-al-rischio-e-l-utilit-attesa>
48. Un'introduzione alla psicologia delle decisioni: l'incoerenza delle preferenze <https://www.psicologiadellavoro.org/psicologia-delle-decisioni-razionalita-olimpica-vs-razionalita-limitata/>

Allegato 1 - Questionario

Gentile partecipante, la ringrazio per il tempo che vorrà dedicare a questo questionario.

Il suo contributo verrà utilizzato ai fini di uno studio in ambito finanziario comportamentale, all'interno di una tesi magistrale in Management e Comunicazione d'Impresa. L'obiettivo è quello di analizzare come i dipendenti bancari, nel corso di consulenze finanziarie e operazioni bancarie, riconoscono e gestiscono i comportamenti dei clienti influenzati da fattori emotivi, distorsioni cognitive o scorciatoie decisionali tipiche della finanza comportamentale.

Il questionario è completamente anonimo: non vengono raccolti nomi, indirizzi e informazioni che permettano di identificare personalmente i partecipanti. Le risposte saranno utilizzate esclusivamente a fini statistici, in forma aggregata, e trattate nel pieno rispetto della normativa sulla privacy.

La compilazione richiede circa 10–15 minuti.

Grazie del supporto e della disponibilità.

Sezione A - Dati socio-demografici

A1. Età

- 1 = ≤ 30
- 2 = 30–39
- 3 = 40–49
- 4 = ≥ 50

A2. Genere

- 1 = Uomo
- 2 = Donna
- 3 = Altro / preferisco non rispondere

A3. Ruolo ricoperto

- 1 = Consulente retail
- 2 = Consulente corporate
- 3 = Gestore private
- 4 = Operatore di sportello
- 5 = Funzioni centrali
- 6 = Altro

A4. Anzianità di servizio

- 1 = < 3 anni
- 2 = 3–7 anni
- 3 = 8–15 anni
- 4 = > 15 anni

A5. Titolo di studio

- 1 = Diploma
 - 2 = Laurea triennale
 - 3 = Laurea magistrale
 - 4 = Dottorato
-

SEZIONE B - PROPENSIONE AL RISCHIO

B1. Se dovesse consigliare un investimento ad un cliente con profilo neutrale al rischio, quale portafoglio sceglierebbe?

- 1 = 80% obbligazioni – 20% azioni
- 2 = 60% obbligazioni – 40% azioni
- 3 = 40% obbligazioni – 60% azioni
- 4 = 20% obbligazioni – 80% azioni

B2. Su una scala da 1 a 5, quanto si ritiene personalmente propenso al rischio?

- 1 = Per niente
 - 2 = Poco
 - 3 = Abbastanza
 - 4 = Molto
 - 5 = Moltissimo
-

SEZIONE C - EURISTICHE E BIAS COGNITIVI

C1. Negli ultimi mesi i media hanno parlato molto di crisi bancarie. Quanto ritiene probabile che una banca italiana possa fallire nei prossimi 12 mesi?

- 1 = Molto improbabile
 - 2 = Improbabile
 - 3 = Né probabile né improbabile
 - 4 = Probabile
 - 5 = Molto probabile
-

C2. Un titolo è passato da € 120 a € 90 negli ultimi tre mesi. Un cliente le chiede se potrebbe tornare a € 120 entro breve.

Su una scala da 1 a 5, quanto il prezzo iniziale (€ 120) influenza la sua valutazione?

- 1 = Per niente
- 2 = Poco
- 3 = Abbastanza
- 4 = Molto
- 5 = Moltissimo

C3. Un nuovo cliente si presenta come dinamico, ama le sfide e investe spesso in autonomia.

Su una scala da 1 a 5, qual è la probabilità che preferisca investimenti azionari?

- 1 = Molto bassa
- 2 = Bassa
- 3 = Moderata
- 4 = Alta
- 5 = Molto alta

C4. Su una scala da 1 a 5, quanto tende a raccomandare titoli italiani rispetto a titoli esteri, a parità di caratteristiche?

- 1 = Mai
- 2 = Raramente
- 3 = A volte
- 4 = Spesso
- 5 = Molto spesso

C5. Se un investimento perde il 10%, quale sarebbe la sua reazione più probabile?

- 1 = Venderei immediatamente per evitare ulteriori perdite
- 2 = Aspetterei un possibile recupero
- 3 = Aumenterei l'investimento per mediare il prezzo

SEZIONE D - COMPORTAMENTI CON I CLIENTI

D1. Su una scala da 1 a 5, quanto ritiene che i clienti siano influenzati dai media nel prendere decisioni di investimento?

- 1 = Per niente
- 2 = Poco
- 3 = Abbastanza
- 4 = Molto
- 5 = Moltissimo

D2. Su una scala da 1 a 5, quanto ritiene di essere in grado di identificare i bias (previsione errata di un evento dovuta a pregiudizio) dei suoi clienti?

- 1 = Per niente
- 2 = Poco
- 3 = Abbastanza
- 4 = Molto
- 5 = Moltissimo

SEZIONE E - FORMAZIONE E CONSAPEVOLEZZA

E1. Ha mai ricevuto una formazione specifica sulla finanza comportamentale?

- 1 = Sì
- 2 = No

E2. Su una scala da 1 a 5, ritiene utile una formazione sulla psicologia degli investitori?

- 1 = Per niente
- 2 = Poco
- 3 = Abbastanza
- 4 = Molto
- 5 = Moltissimo

Secondo lei, quale bias cognitivo è più frequente tra i clienti?
