

# Finanza, mercati e regole... ma soprattutto persone

---

## 1. LA FINANZA COMPORTAMENTALE

---

La teoria dei mercati finanziari dominante si è sempre tradizionalmente fondata sul paradigma teorico dell'economia classica di «razionalità» dell'investitore, degli altri operatori economici e, financo, del regolatore. Tale paradigma teorico ha ispirato e sostenuto la c.d. *Efficient Market Hypothesis*<sup>1</sup> (EMH); a tal punto essa ha acquisito valore nella letteratura e nel mondo degli affari che un altro padre della EMH ha potuto sostenere che «*non c'è altra proposizione in economia che abbia un'evidenza empirica più solida dell'ipotesi dei mercati efficienti*»<sup>2</sup>.

Secondo tale paradigma, gli investitori selezionano, tra le alternative di investimento disponibili sul mercato, quelle che massimizzano la propria utilità, sulla base di preferenze stabili, coerenti ed obiettive ed all'esito di un meccanismo di scelta ispirato ai canoni della razionalità economica, nel quale prendono in esame tutte le informazioni disponibili sul mercato<sup>3</sup>.

Secondo tale modello tradizionale, il funzionamento «corretto» ed «efficiente» del mercato presuppone soltanto che gli investitori siano resi destinatari di (o perlomeno abbiano accesso a) tutte le informazioni rilevanti (anche nel dettaglio) riguardanti mercati, emittenti, intermediari e prodotti.

L'ipotesi di scelte irrazionali, in tale modello, rappresenta una interferenza di peso irrilevante, posto che l'allontanamento dai prezzi «efficienti» determinato da tali *noise traders* sarebbe immediatamente compensato

<sup>1</sup> Legata in maniera determinante alla riflessione di E.F. Fama, del quale può citarsi *Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*, in «*Journal of Finance*», 1970.

<sup>2</sup> M. Jensen, *Some anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, in «*Journal of Financial Economics*», 1978, pp. 95 ss.

<sup>3</sup> N. Linciano 2010-2: 81.

dagli investimenti effettuati, in direzione contraria, dagli «arbitraggisti» operanti sul mercato.

La teoria dei mercati efficienti è stata, come è, prese a modello di riferimento anche in relazione alle scelte in condizioni di incertezza: secondo la Teoria dell'Utilità Attesa, gli individui tendono a selezionare, tra le alternative disponibili sul mercato, quella con la più alta utilità attesa, ponderando le utilità derivanti da ciascuna alternativa con la probabilità che essa si verifichi effettivamente (c.d. «funzione di utilità attesa» di Von Neumann e Morgenstern<sup>4</sup>).

Gli studi di finanza comportamentale (*behavioral finance*), tuttavia, hanno dimostrato empiricamente che le scelte economiche degli individui (in realtà di tutti gli operatori economici, legislatori, giudici e regolatori compresi<sup>5</sup>) sono ben lungi dal rispecchiare il tradizionale modello astratto di «razionalità»; essendo invece influenzate sistematicamente – e dunque prevedibilmente – da errori di ragionamento e di preferenze<sup>6</sup>.

E se tali «errori» sono incompatibili con il paradigma classico della razionalità delle scelte, essi sono tuttavia tipici, frequenti e prevedibili, in quanto in gran parte conseguenti a vincoli biologici e cognitivi dell'essere umano<sup>7</sup>.

In particolare, tutti gli scostamenti dal paradigma della razionalità sono riconducibili a schemi e strategie tipici, vere e proprie «mappe di razionalità limitata» (come eloquentemente definite da Kahneman nella propria *Nobel*

<sup>4</sup> J. Von Neumann e O. Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton, Princeton University Press, 1944.

<sup>5</sup> Sia consentito il rinvio a U. Morera, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando che tutela non conosce il tutelato*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2009, pp. 77 ss. Per quanto riguarda invece i problemi attinenti alla irrazionalità inevitabile dei giudici cfr. C. Bona, *Sentenze Imperfette*, Bologna, Il Mulino, 2010.

<sup>6</sup> M. Motterlini e F. Guala (a cura di), *Economia cognitiva e sperimentale*, Milano, Università Bocconi Editore, Milano, 2005; D. Kahneman P. Slovic e A. Tversky (a cura di), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge, Cambridge University Press, 1982; D. Kahneman e A. Tversky (a cura di), *Choices, Values and Frames*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000; D. Kahneman (a cura di), *Heuristics and Biases. The psychology of intuitive judgment*, Cambridge, Cambridge University Press, 2001. Evidenziano in particolare lo scostamento del comportamento concreto degli investitori rispetto al paradigma neoclassico, tra i molti, H.A. Simon, *Model of Bounded Rationality*, I-II, Mit Press, Cambridge (MA), 1982; Id., *Scienza economica e comportamento razionale*, trad. it. Edizioni di Comunità, Torino, 2000.

<sup>7</sup> In questo senso appare di particolare interesse la relazione esistente tra economia e psicologia e la sua ricostruzione in termini di raffronto tra le due discipline: R.M. Hogarth e M.W. Reder (a cura di), *Rational Choice: The Contrast Between Economics and Psychology*, Chicago, University of Chicago Press, 1986.

*Lecture* dell'8 dicembre 2002<sup>8</sup>). Nella letteratura essi sono classificati come «euristiche» (cioè scorciatoie mentali), consistenti in regole elementari che consentono di semplificare decisioni e problemi complessi o in presenza di informazioni incomplete, e «bias», cioè pre-giudizi che influenzano le scelte individuali, sia sotto il profilo emotivo che sotto quello percettivo.

Una precisazione. Le critiche, in chiave comportamentista e psicologica, alla teoria dei mercati efficienti sono emerse nell'ambito di studi empirici e solo successivamente sono state fatte oggetto di riflessione e ricostruzione teorica – come è avvenuto, ad esempio, in relazione alle cc.dd. «anomalie di calendario»<sup>9</sup>. La teoria comportamentale si presenta, insomma, come essenzialmente *descrittiva* dell'azione economica individuale e, pertanto,

<sup>8</sup> Che si legge nel sito *www.nobelprize.org*, tradotta in italiano in M. Motterlini e M. Piattelli Palmarini (a cura di), *Critica della ragione economica*, Milano, Il Saggiatore, 2005, cap. 2.

<sup>9</sup> Si tratta di ipotesi in cui la variazione dei rendimenti sui mercati borsistici non è legata a variabili «razionali» o comunque «rilevanti» nella teoria economica classica ma, piuttosto, a variabili temporali di natura emotiva. Ad esempio, è stato osservato che tra il 1904 ed il 1974 il rendimento delle azioni quotate al New York Stock Exchange era notevolmente più alto che negli altri mesi (c.d. «effetto gennaio»: M. Rozeff e W. Kinney, *Capital Market Seasonality: the case of stock returns*, in «Journal of Financial Economics», 1976, pp. 379 ss.). Un altro studio ha verificato che nel periodo compreso tra il 1953 ed il 1977 i rendimenti dei titoli azionari tendano ad essere negativi di lunedì (c.d. «effetto weekend»: K. French, *Stock return and the weekend effect*, in «Journal of Financial Economics», 1980, pp. 55 ss.), anche se studi successivi hanno dimostrato tale anomalia non, o quantomeno non più, riscontrabile (in relazione alle azioni appartenenti all'indice S&P500: A. Kamara, *New evidence on the Monday seasonal in stock returns*, in «Journal of Business», 1997, pp. 63 ss.). In relazione al Regno Unito: J.M. Steeley, *A note on information seasonality and the disappearance of the weekend effect in the UK stock market*, in «Journal of Banking & Finance», 2001, pp. 1941 ss.). È riscontrabile, poi, un aumento della variabilità dei prezzi nell'ultimo giorno del mese (c.d. «effetto cambio del mese»: R. Ariel, *The Monthly Effect in Stock Returns*, in «Journal of Financial Economics», 1987, pp. 161 ss.) e, in particolare, un aumento della redditività dei titoli azionari nell'ultimo giorno del mese e nei tre giorni successivi (J. Lakonishok e S. Smidt, *Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective*, in «Review of Financial Studies», 1988, pp. 403 ss.). È anche attestato un «effetto vacanza», con il quale si intende descrivere il fenomeno per il quale il 35% dei casi di crescita dei valori azionari tra il 1963 ed il 1982 si è verificato negli otto giorni prefestivi di ogni anno (B.I. Jacobs e K.N. Levi, *Calendar Anomalies: Abnormal Returns at Calendar Turning Points*, in «Financial Analysts Journal», 1988, pp. 28 ss.; effetto sostanzialmente confermato in uno studio svolto sui tassi di variazione medi dell'indice MIB storico da E. Barone, *The Italian Stock Market: Efficiency and Calendar Anomalies*, in «Journal of Banking and Finance», 1990, pp. 483 ss.). Infine, senza con ciò voler fornire alcun quadro completo della letteratura in materia, è stato elaborato un «effetto Halloween», per il quale i rendimenti azionari tendono ad essere più alti nel periodo compreso tra novembre ed aprile e più bassi nel rimanente periodo dell'anno (S. Bouman e B. Jacobsen, *The Halloween Indicator, «Sell in May and Go Away»: Another Puzzle*, in «The American Economic Review», 2002, pp. 1618 ss.).

impone a legislatori, regolatori, giudici ed operatori economici di confrontarsi con i suoi risultati.

## 2. GLI ERRORI DI RAGIONAMENTO E DI PREFERENZE

---

È ben nota al diritto la considerazione per la quale l'osservazione dei «fatti» è sempre mediata, filtrata e codificata sulla base di una particolare prospettiva di osservazione; e che, pertanto, qualsiasi atto *interpretativo* o *descrittivo* non sia mai (non possa mai essere) indipendente dal soggetto che lo pone in essere<sup>10</sup>. E questo rilievo sarà importante nell'ambito del presente studio (cfr *infra* § 3).

### 2.1. EFFETTO CONTESTO, AVVERSIONE ALLE PERDITE E TEORIA DELLE OPZIONI (O DEL PROSPETTO<sup>11</sup>)

---

Quanto appena rilevato si rinviene invero anche nell'ambito della finanza comportamentale; nella quale si definisce *effetto contesto* (o *framing*) la

<sup>10</sup> In termini epistemologici, è un dato acquisito non solo che il processo del conoscere sia influenzato da pre-giudizi che ne condizionano portata ed estensione, ma anche che tali pregiudizi siano *inevitabili* – questa, ridotta ai minimi termini, la distinzione centrale tra la «precomprensione», di matrice ontologica, heideggeriana (M. Heidegger, *Sein und Zeit*, 1927, trad. it. di P. Chioldi, *Essere e tempo*, Torino Einaudi, 1969) e quella elaborata da Gadamer (H.G. Gadamer, *Wahrheit und Methode*, 1960, trad. it. di G. Vattimo, *Verità e metodo*, VII. Ed., Milano, Bompiani, 1992). Secondo questa seconda prospettiva, dunque, il problema metodologico centrale sarebbe quello «non di mettersi al sicuro contro la voce che ci parla dal testo, ma all'opposto di tener lontano tutto ciò che può impedirsi di ascoltarla in modo adeguato; sono i pregiudizi di cui non siamo consapevoli infatti che ci rendono sordi alla voce del testo» (*Ibidem*, p. 316). «Il dato storico ... parla sempre al nostro presente e deve essere capito in questa mediazione» (*Ibidem*, p. 380), donde chi vi si accosta «egli stesso appartiene al testo che comprende non può non ammettere che ciò che egli ha letto nel testo sarà compreso in modo diverso dalle generazioni future» (*Ibidem*, p. 394). In ambito economico, tra i diversi, cfr. F. Guala, *Filosofia dell'economia. Modelli, casualità, previsione*, Bologna, Il Mulino, 2006. In tema di euristiche e bias cfr. M. Piattelli Palmarini, *L'illusione di sapere*, Milano, Mondadori, 1985.

<sup>11</sup> Riteniamo di aderire al suggerimento lessicale di Laura Serra, traduttrice in italiano di D. Kahneman, *Pensieri Lenti e Veloci*, Milano, Mondadori, 2012, per la quale «in realtà prospect non è prospetto, ma la prospettiva o l'opzione per cui la «teoria delle opzioni» appare corretto. Del resto, sia nel testo sia nei due articoli tecnici in appendice, Kahneman usa option come sinonimo di prospect e formulation come sinonimo di framing» (p. 11). I due saggi in allegato citati nel testo riportato, per completezza, sono «Il giudizio in condizioni di incertezza: euristiche e bias» (pubblicato in originale, in doppia firma con A. Tversky, in «Science», vol. 185, n. 4157, 1974) e «Scelte, valori e «frame»» (pubblicato in originale, in doppia firma con A. Tversky, in «American Psychologist», 1984).

circostanza per la quale le decisioni di investimento dipendono dal contesto in cui viene assunta la decisione stessa; in particolare, dalle modalità con le quali l'opzione da scegliere viene presentata al soggetto<sup>12</sup>.

Numerosi studi, ad esempio, hanno dimostrato come i giudizi e le scelte finanziarie varino addirittura a seconda delle modalità di rappresentazione «estetica» delle opzioni di scelta e migliorino sensibilmente nel caso in cui la rappresentazione stessa avvenga mediante grafici<sup>13</sup>. La rappresentazione «estetica» rappresenta d'altra parte uno strumento particolarmente idoneo a manipolazioni che possono alterare l'acquisizione e l'elaborazione dei dati presentati e, di conseguenza, le decisioni di investimento<sup>14</sup>.

L'effetto contesto trova una conferma empirica particolarmente forte in uno studio nel quale si è dimostrato che la notizia dell'inclusione di un titolo nell'indice S&P500 determina, di per sé, un incremento del suo valore mediamente superiore al 3% (c.d. «effetto S&P500»)<sup>15</sup>. Il che, evidentemente, non ha alcun fondamento razionale, posto che la notizia dell'inclusione di un titolo nell'indice rappresenta una vicenda in sé e per sé priva di informazioni rilevanti sul valore del titolo e della società che quel titolo ha emesso.

Le strategie e le scelte di investimento non sono peraltro assunte sulla base di una percezione neutrale del rischio ma sono, al contrario, normalmente determinate dall'istinto di avversione alle perdite, il quale consiste nella maggiore motivazione (collegabile allo stesso istinto di sopravvivenza) ad evitare una perdita, piuttosto che a realizzare un guadagno<sup>16</sup>.

Ad esempio, è molto più probabile che un soggetto sia disposto a rinunciare ad uno sconto (10) su di un prezzo (110) già maggiorato a causa di un

<sup>12</sup> A. Tversky e D. Kahneman, *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, in «Science», 1981, 211, pp. 453 ss.; A.J. Rothman e P. Salovey, *Shaping Perceptions to Motivate Healthy Behavior: The Role of Message Framing*, in «Psychological Bulletin», 1997, 121, pp. 3 ss.

<sup>13</sup> In generale, sul tema delle cc.dd. «illusioni visive» cfr. G. Kanizsa, *Vedere e pensare*, trad. it. Bologna, Il Mulino, 1985; R. Gregory, *Occhio e cervello*, trad. it. Milano, Raffaello Cortina, 1998.

<sup>14</sup> J.M. Penrose, *Annual Report Graphic Use. A Review of the Literature*, in «Journal of Business Communication», n. 45, pp. 158-180, 2008.

<sup>15</sup> L. Harris e E. Gurel, *Price and volume effects associated with changes in the S&P 500: New evidence for the existence of price pressures*, in «Journal of Finance», 1986, pp. 815 ss.

<sup>16</sup> A. Tversky e D. Kahneman, *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, in «Science», 1981, 211, pp. 453 ss.

servizio accessorio ( $100 + 10 = 110$ ), piuttosto che ad accettare, sul prezzo (100), la maggiorazione (10) per ottenere il servizio accessorio<sup>17</sup>.

In ambito finanziario, tale *bias* determina l'effetto di considerare in termini negativi la chiusura di una posizione in perdita e, pertanto, di adottare una strategia di mantenimento di titoli in portafoglio anche in presenza di prospettive future negative, invece che liquidare i titoli stessi.

Tale strategia può essere letta in connessione all'euristica del c.d. *ancoraggio*: laddove il prezzo di acquisto del titolo diventa l'elemento discriminante delle scelte future; mentre, in termini razionali, le decisioni di investimento dovrebbero essere influenzate soltanto dai costi futuri (e differenziali).

Tale *bias* è di fondamentale importanza in quanto determina, come conseguenza, che le decisioni di investimento possono variare considerevolmente a seconda che gli esiti siano rappresentati come «perdite», piuttosto che come «mancati guadagni»; in connessione, pertanto, con la distorsione del *framing*.

Non a caso, è proprio sull'avversione alle perdite e sull'effetto contesto (*framing*) che è stata elaborata la c.d. «teoria del prospetto»<sup>18</sup>, la quale, in contrasto con la teoria dell'utilità attesa di Von Neumann e Morgenstein<sup>19</sup>, si propone di descrivere le condotte assunte dagli individui di fronte a decisioni in condizione di rischio (in condizioni, cioè, in cui è conosciuta o stimabile la percentuale di verificazione di ogni evento alternativo disponibile), che empiricamente risultano essere spesso incompatibili con i principi di razionalità economica.

In breve, secondo tale teoria la funzione di utilità di una determinata scelta non si limita, come nella teoria classica, a tener conto della massimizzazione del prodotto del valore atteso di ogni evento per la sua probabilità, bensì tiene conto di valutazioni psicologiche individuali<sup>20</sup>.

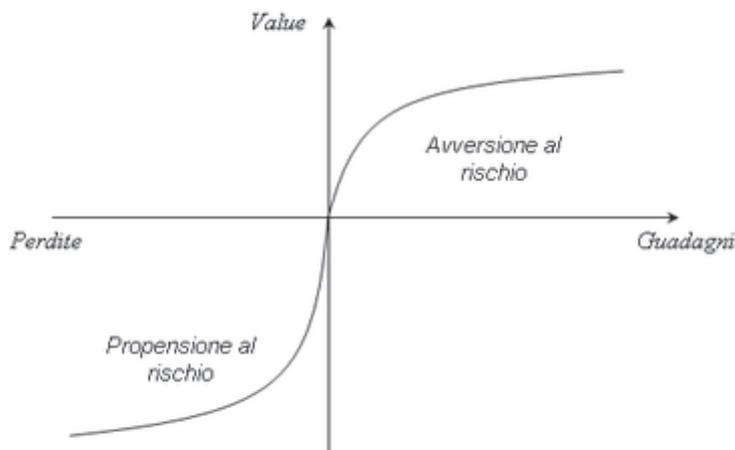
<sup>17</sup> A. Tversky e D. Kahneman, *Rational Choice and the Framing of Decisions*, in «The Journal of Business», vol. 59, n. 4, part 2: *The Behavioral Foundations of Economic Theory* (Oct., 1986), pp. S251-S278.

<sup>18</sup> D. Kahneman e A. Tversky, *Prospect Theory: An analysis of decision under risk*, III (2), in «Econometrica», 1979, pp. 263 ss., rivista e formalizzata nuovamente in D. Kahneman e A. Tversky, *Prospect Theory: An analysis of decision under risk*, III (2), «Econometrica», 1979, pp. 263 ss.

<sup>19</sup> Cfr. *supra*, nota n. 4 e testo cui si riferisce.

<sup>20</sup> Secondo la formula , ove dove  $\pi$  rappresenta la valutazione soggettiva dell'individuo e è, pertanto, una trasformazione, non lineare, delle probabilità  $p_i$ .

La funzione di utilità elaborata nella finanza comportamentale è rappresentabile secondo il grafico seguente:



Si noti che la rappresentazione di questa funzione è concava nella regione dei guadagni e convessa in quella delle perdite; il che significa che piccole variazioni vicine al punto di partenza (in entrambe le regioni) hanno un impatto maggiore sulla scelta rispetto a grosse variazioni lontane dal punto stesso. Inoltre, la curva ha una pendenza maggiore nella regione delle perdite, il che ben permette di spiegare il fenomeno descritto precedentemente come avversione alle perdite.

Insomma, un guadagno e una perdita dello stesso valore assoluto non hanno lo stesso effetto sulla scelta, ove una perdita ha proporzionalmente un impatto maggiore.

Sia consentito descrivere tale caratteristica con un esempio assai ricorrente nella letteratura in materia. Posti di fronte alla scelta tra due lotterie, la prima delle quali consente uguale probabilità di vincere 500 euro o nulla [per un valore atteso teorico di 250 euro, dato dalla formula  $(50\%*500)+(50\%*0)$ ], la seconda delle quali consente di vincere sicuramente 250 euro, tipicamente la scelta cade sulla seconda (scelta di avversione al rischio).

Se l'alternativa fosse, invece, tra due lotterie, la prima delle quali consente uguale probabilità di perdere 500 euro o nulla [per un valore atteso teorico di - 250 euro, dato dalla formula  $(50\%*-500)+(50\%*0)$ ], la seconda delle

quali consente di perdere sicuramente 250 euro, tipicamente la scelta cade sulla prima (propensione al rischio)

## 2.2. *DISPONIBILITÀ, RAPPRESENTATIVITÀ E BIAS DI CONFERMA*

Indipendentemente dal contesto di presentazione del problema da parte dei terzi, i meccanismi di c.d. «ricontestualizzazione» da parte dell'individuo sono spesso influenzati, e poi deformati, dalla c.d. *euristica della disponibilità*, consistente nella strategia per la quale gli individui tendono a stimare la probabilità della verifica di un evento non tanto sulla base di un calcolo probabilistico oggettivo (ammesso che possa mai ragionarsi in termini di calcolo ... «oggettivo» di probabilità), bensì sulla base della vividezza, della vicinanza temporale e dell'impatto emotivo di un ricordo.

Ad esempio, è stato chiesto ad un campione di persone se nella lingua inglese fossero presenti in numero maggiore parole inizianti con la lettera «r» o parole con la stessa lettera «r» in terza posizione. La maggior parte degli intervistati ha risposto selezionando la prima alternativa, errata; ciò, è da ritenere, perché la memoria consente di recuperare più facilmente parole che iniziano con la «r» che parole che hanno quella lettera in terza posizione – per cui la decisione della maggioranza degli intervistati è risultata *falsata* da un errore di rappresentazione derivante da un vincolo di funzionamento della memoria umana<sup>21</sup>.

Molto più banalmente, è considerazione comune quella per la quale il numero di omicidi e morti in guerra sia oggi più alto che mai nella storia dell'umanità. Al contrario, è dimostrato che il tasso di violenza è costantemente decrescente nel tempo, *indipendentemente dall'orizzonte temporale considerato*<sup>22</sup>. La convinzione per cui la società attuale sia sempre più violenta deriva proprio dalla euristica della rappresentatività, posto che ad aumentare non tanto sono omicidi e morti in guerra quanto, piuttosto, notizie di stampa che riportano tali informazioni.

Fin troppo intuitiva è l'analogia che può farsi con numerose convinzioni condivise tra gli operatori dei mercati finanziari non perché realmente fondate ma perché, ad esempio, frequentemente sostenute nella stampa

<sup>21</sup> D. Kahneman e A. Tversky, *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, «Science», 1974, pp. 1124 ss.

<sup>22</sup> L.H. Keeley, *War Before Civilization: The Myth of the Peaceful Savage*, Oxford, Oxford University Press, 1996.

specializzata o, paradossalmente ... proprio perché condivise tra tali operatori.

Analogamente, gli individui sono soggetti alla c.d. *distorsione della rappresentazione* (o *euristica della rappresentatività*), consistente nella tendenza a ritenere esistenti parallelismi tra eventi apparentemente simili ma, in realtà, piuttosto diversi tra loro (sulla base di una sovrastima di dati simili ed in assenza di dati discordanti ma probabilmente meno disponibili)<sup>23</sup>.

Un esempio particolarmente interessante è quello del parallelismo proposto tra il crollo di Wall Street nel 1987 e quello del 1929. La sovrapposizione dei grafici dell'Indice borsistico dei due periodi mostra infatti un'elevata somiglianza nei *trend* sia precedenti che successivi il crollo, salvo che nel 1930 il valore continuò a scendere anche dopo il crollo, mentre nel 1988 il valore risalì, raggiungendo un nuovo massimo addirittura l'anno successivo (a causa delle ben differenti caratteristiche dell'ultima crisi e della maggiore competenza delle autorità di politica monetaria)<sup>24</sup>.

L'euristica della rappresentatività è particolarmente insidiosa laddove induce alla violazione delle più elementari regole della statistica e della razionalità. Tale rischio è stato descritto mediante il c.d. «problema di Linda»<sup>25</sup>, che può essere formulato come segue. Ai volontari è stata fornita la seguente descrizione: «*Linda ha 31 anni, celibe, estroversa, brillante, laureata in filosofia, una studentessa molto impegnata politicamente e di ideologia anti-nucleare*». È stato poi chiesto loro di mettere in ordine di probabilità le seguenti affermazioni: (a) Linda fa la commessa; (b) Linda è una femminista militante; (a-b) Linda fa la commessa ed è una femminista militante.

Sorprendentemente, nel 90% dei casi la risposta (a-b) è stata considerata più probabile della risposta (a), mentre è evidente come la possibilità che si verifichi un evento è maggiore della probabilità che quell'evento si verifichi congiuntamente ad un evento diverso.

<sup>23</sup> D. Kahneman e A. Tversky, *Availability: A heuristic for judging frequency and probability*, in «Cognitive Psychology», 1973, pp. 207 ss.; D. Kahneman e A. Tversky, «Judgments of and by representativeness», in D. Kahneman, A. Tversky e P. Slovic (a cura di), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, 1982, New York, Cambridge University Press, pp. 84 ss.

<sup>24</sup> C. Guerrini, *Le trappole della finanza comportamentale*, in <http://www.evaluation.it/rubriche/editoriali/Le-trappole-della-finanza-comportamentale/>.

<sup>25</sup> D. Kahneman e A. Tversky, *Extensional vs. intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment*, in «Psychological Review», 1983, pp. 293 ss.

È riconducibile alla euristica della rappresentatività anche la c.d. «fallacia dello scommettitore» (*gambler's fallacy*), consistente nell'applicare la c.d. «legge dei grandi numeri» ad un campione eccessivamente limitato ed orientare di conseguenza le proprie scelte<sup>26</sup>. Non c'è dubbio che la percentuale di «teste» risultanti da un milione di lanci di una moneta si attesti intorno al 50% rispetto alla percentuale di risultato «croce». Il fatto che sia uscito «testa» per dieci lanci, tuttavia, in nessun modo consente di inferire che l'undicesimo lancio darà come esito croce (posto che, per quel singolo lancio, la percentuale tra i due esiti rimane del 50% ciascuno).

Assolutamente evidente è l'analogia con il gioco del lotto (rispetto alla tendenza a giocare con maggior frequenza i cc.dd. «numeri ritardatari»), della *roulette* (soprattutto tra le alternative binarie come rosso e nero) e con le decisioni di investimento assunte sulla base della c.d. «analisi tecnica»<sup>27</sup>.

La distorsione della rappresentatività si accompagna a quella definita di *dissonanza cognitiva* (o *bias* di conferma), consistente nella vera e propria predisposizione a valorizzare i dati che confermano i propri pre-concetti e ad ignorare le informazioni che, invece, non vi corrispondono<sup>28</sup>.

Tale comportamento è dovuto all'istinto individuale a ridurre il disagio psicologico derivante dalla contraddizione esistente tra i propri comportamenti o idee attuali con comportamenti o idee del passato o con le convinzioni attestate nel proprio ambiente di appartenenza.

Un esempio tratto dalla cronaca recente proviene dalla c.d. «bolla Internet» degli anni 2000. Poco prima dell'esplosione di tale bolla, nonostante il mercato iniziasse a deteriorarsi e le società di settore cominciarono ad evidenziale dati di bilancio negativi, un gran numero di analisti ed operatori tralasciarono tali indicazioni e continuarono ad emettere indicazioni di acquisto positive e ad acquistare tali titoli.

<sup>26</sup> Donde è stato coniato il neologismo, volutamente ironico, della «legge dei piccoli numeri»: D. Kahneman e A. Tversky, *On the study of statistical intuitions*, in «Cognition», 1982, pp. 123 ss..

<sup>27</sup> Si intende con «analisi tecnica» lo studio dell'andamento storico dei prezzi di un prodotto finanziario al fine prevederne l'andamento futuro, sulla base di metodi statistici e di modelli grafici ricorrenti. Essa si basa sulla teoria per la quale sarebbe possibile prevedere l'andamento futuro del prezzo di un bene quotato sulla sola base del suo andamento storico.

<sup>28</sup> P.W. Cheng e K.J. Holyoak, *On the Natural Selection of Reasoning Theories*, in «Cognition», 1989, 33, pp. 285 ss.

## 2.3.

*IPERSICUREZZA E AUTOATTRIBUZIONE*

L'effetto della dissonanza cognitiva è certamente aggravato quando si accompagna alla dissonanza della *ipersicurezza* (o *overconfidence*), consistente nella tendenza degli individui ad essere eccessivamente ottimisti sulla affidabilità dei loro giudizi e delle loro capacità<sup>29</sup>.

In questo secondo senso si ragiona, in letteratura, di «*distorsione da autoattribuzione*», consistente nel fenomeno per il quale gli individui (investitori o intermediari) tendono ad attribuirsi il merito al verificarsi di un evento favorevole, senza considerare che i risultati esaminati potrebbero non derivare da una semplice relazione di causa-effetto rispetto alle (poche) variabili esaminate in occasione dell'investimento bensì da una serie di fattori molto più ampia e, potenzialmente, non completamente identificabile.

Insomma: soprattutto nell'ambito dei primi investimenti, i risultati positivi di una o più operazioni speculative potrebbero essere più il frutto della fortuna che non di una particolare capacità individuale.

Il fenomeno si verifica in particolare in periodi di crescita generalizzata dei valori di borsa; in cui i risultati positivi dell'investimento derivano dal clima euforico (c.d. «toro») che governa i mercati, ma ciascun investitore si attribuisce il merito dei risultati positivi del suo investimento.

Va anche rilevato che il rischio da distorsione da autoattribuzione sembra aggravarsi massimamente nei due estremi dell'investitore neofita e dell'investitore esperto e professionale. Entrambi si dimostrano in effetti molto esposti a detto rischi, laddove il primo (neofita) è portato a sopravvalutare il successo dei primi investimenti (quale che ne sia stato il reale motivo), mentre il secondo (esperto) tende a sopravvalutare i modelli di analisi collaudati a sua disposizione (circostanza che può determinare gravi rischi di azzardo morale).

Inoltre, dagli esperimenti empirici condotti è risultato che i problemi della *ipersicurezza* e dell'*autoattribuzione* sono correlati alla natura ed all'importanza delle mansioni affidate al soggetto e sono riscontrabili in misura maggiore negli uomini piuttosto che nelle donne<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> B. Fischhoff, P. Slovic e S. Lichtenstein, *Knowing With Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence*, in «Journal of Experimental Psychology: Human Perceptions and Performance», 1977, 3, pp. 552 ss.

<sup>30</sup> Così B.M. Barber e T. Odean, *Boys will be boys: gender, overconfidence and common stock investment*, in «Quarterly Journal of Economics», 2001, 116, pp. 261 ss.

## 2.4. ANCORAGGIO, EFFETTO DOTAZIONE, «STATUS QUO» E CONTI MENTALI

Vero è che nessuna valutazione può essere invero effettuata, e nessuna decisione può essere presa, senza l'utilizzo di parametri di riferimento.

La letteratura sulla c.d. *euristica dell'ancoraggio* evidenzia tuttavia come sussista la tendenza ad influenzare le proprie scelte sulla base di un preciso termine di paragone<sup>31</sup>.

Si noti che in alcune ipotesi questo termine può avere una sua precisa rilevanza ai fini della scelta, come avviene per il prezzo di acquisto di un titolo, ovvero per il suo andamento passato. In altre ipotesi, invece, detto termine può essere del tutto casuale, prescindendo totalmente dalla rilevanza ai fini del problema affrontato, e nondimeno rilevare ai fini di un concreto ancoraggio (come è, ad esempio, il caso con un numero estratto a sorte in un esperimento svolto da Kahneman e Tversky<sup>32</sup>).

Sempre tra le distorsioni cognitive, va menzionata la tendenza a collegare la valutazione di un bene alla circostanza che esso sia già nel possesso dell'individuo che effettua la valutazione. Nel qual caso la valutazione tende ad essere maggiore (c.d. *effetto dotazione* o *endowment effect*)<sup>33</sup>.

Tale scostamento dal paradigma della razionalità dipende dalla mancata rappresentazione del c.d. *costo opportunità* del bene posseduto, cioè della somma di danaro cui si rinuncia mantenendo il bene anziché venderlo, mentre tale somma viene considerata come costo vivo al momento dell'acquisto<sup>34</sup>.

<sup>31</sup> Cfr. M. Piattelli Palmarini, *L'illusione di sapere*, Milano, Mondadori, 1985.

<sup>32</sup> Esso consiste nel chiedere a diverse persone di azionare una ruota del tipo di quelle utilizzate nel gioco della *roulette* e, subito dopo, chiedere loro quale percentuale dei Paesi africani aderisca alle Nazioni Unite. L'esperimento ha mostrato che quando la ruota si fermava sul 65 la risposta al quesito sulle Nazioni Unite era pari, mediamente, al 45%; quando si fermava sul 10 la risposta si aggirava, invece, intorno al 25%. Cfr. D. Kahneman e A. Tversky, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in «Science», 1974, pp. 1124 ss.. Come rileva M. Motterlini, *Economia Emotiva*, Milano, Rizzoli, 2006, pp. 52 ss., insomma: «Il numero prodotto dal caso, anche se non centrava niente con il problema in questione, fissava un punto di riferimento (un'ancora)».

<sup>33</sup> D. Kahneman, J. Knetsch e R. Thaler, *Anomalie: effetto dotazione, avversione alle perdite e distorsione da status quo*, in M. Motterlini e F. Guala (a cura di), op. cit., cap. 4..

<sup>34</sup> La spiegazione di questo fenomeno basata sul *mental accounting* vuole che le persone interpretino i costi opportunità come mancati guadagni e i costi vivi come perdite: il principio euristico dell'avversione alle perdite (o, con voce inglese, *loss aversion*) darebbe quindi luogo all'effetto dotazione.

Similmente, gli individui tendono a riconoscere una preferenza sproporzionata per la situazione esistente al momento di una scelta al fine di orientare quella scelta medesima (c.d. *pregiudizio dello status quo*). È dato di comune esperienza che, nonostante il vigente regime di trasparenza (molto analitica), al peggioramento delle condizioni applicate sui conti correnti e sui depositi assai difficilmente gli individui si determinano a chiudere il rapporto intrattenuto con la banca in favore di banche concorrenti.

È stato dimostrato empiricamente, ad esempio, che gli analisti finanziari tendano a rivedere in modo conservativo le informazioni positive o negative diffuse sul mercato in controtendenza rispetto alla *performance* dei titoli emessi dall'impresa<sup>35</sup>.

Un'altra strategia cognitiva potenzialmente idonea a determinare errori di ragionamento e di preferenze è definita *euristica dei conti mentali*, la quale consiste nell'assunzione delle scelte economiche sulla base di una arbitraria suddivisione del danaro a disposizione in differenti «poste contabili» mentali, in palese contraddizione con il principio di fungibilità del danaro<sup>36</sup>.

A titolo d'esempio, le decisioni di utilizzo di una somma di danaro sono spesso influenzate dalla sua *provenienza*: la propensione alla spesa è infatti molto maggiore per somme acquistate in modo casuale (vincita), che per somme acquistate come retribuzione del proprio lavoro.

Vale sottolineare come i «conti mentali» sono soggetti a «chiusure» al termine di esercizi cognitivamente imposti e che tali chiusure possono avere importanti ricadute in termini di scelte di investimento. Ad esempio, l'aver chiuso l'«esercizio» (settimana, mese, anno) con un saldo positivo rappresenta un sicuro incentivo al rischio nelle scelte di investimento aventi ad oggetto *quel* saldo positivo (c.d. *house money effect*).

Un esempio molto riportato in letteratura è quello dei taxisti newyorkesi, studiato da Camerer, Babcock, Loewenstein e Thaler<sup>37</sup>. Data l'esistenza di giornate con molta maggiore domanda di taxi e giornate di poco lavoro, la teoria economica classica farebbe presupporre che i taxisti scelgano di lavorare di più nelle prime (per guadagnare più della media) e meno, o al limite non lavorare affatto, nelle seconde.

<sup>35</sup> H. Shefrin, *Beyond Greed and Fear*, Boston, Harvard Business School Press, 2000.

<sup>36</sup> R. Thaler, *Mental Accounting Matters?*, in «Journal of Behavioural Decision Making», 1999, 12, pp. 183 ss.

<sup>37</sup> C. Camerer, L. Babcock, G. Loewenstein e R. Thaler, *Labor Supply of New York City Cab Drivers: One Day at a Time*, in «Quarterly Journal of Economics», 1997, pp. 407 ss..

Lo studio ha appurato che nella realtà avvenga il contrario. I taxisti, infatti, tendono a chiudere il bilancio a fine giornata ed a fissarsi per un singolo giorno un obiettivo di guadagno. Quando il lavoro è molto, l'obiettivo è raggiunto prima e pertanto si decide di smettere prima di lavorare. Quando il lavoro è poco, i taxi rimangono in circolazione più a lungo. Tale comportamento può essere interpretato anche alla luce della avversione alle perdite (cfr. *supra*, § 2.1): si preferisce rinunciare ad un maggior guadagno nei giorni di eccesso di domanda pur di non dover sopportare una «perdita» nei giorni di domanda stagnante.

Tale euristica determina conseguenze molto importanti sulle scelte di investimento. Ad esempio, è stato osservato che, in prossimità della «chiusura» dell'esercizio del conto mentale, in presenza di perdite, aumenta in maniera sensibile la propensione al rischio. Tale tendenza è stata studiata in relazione alle scommesse ippiche – contesto particolarmente ricco di errori di ragionamento e di preferenze. Posto che la maggior parte degli scommettitori arriva a fine giornata in perdita, data l'inevitabile avversione alle perdite (cfr. *supra*, § 2.1) ed a causa dell'effetto perverso dell'ancoraggio alla situazione iniziale ed al saldo negativo di fine giornata, inevitabilmente gli scommettitori tendono a puntare sempre di più su cavalli non favoriti – proprio nella speranza di incassare somme maggiori e ripianare le perdite sinora accumulate<sup>38</sup>. Inevitabile il parallelismo con il comportamento degli investitori (specialmente *trader on line*) dopo la sopportazione di perdite su titoli in portafoglio.

Si pensi, poi, al c.d. «*effetto costi sommersi*» (*sunk cost effect*), per il quale le scelte successive sono assai spesso (ed irrazionalmente) influenzate da costi relativi a scelte precedenti e irreversibili (i «costi affondati» o *sunk costs*, appunto), i quali, invece, per definizione dovrebbero essere irrilevanti<sup>39</sup>.

Altro effetto significativo è quello della c.d. «*utilità di transazione*», che si aggiunge all'utilità di un bene acquistato quando si abbia la percezione di aver fatto un «buon affare»; che, in altri termini, il prezzo d'acquisto si discosti dal prezzo di riferimento (in precedenza) associato a quel dato bene. In presenza di elevate utilità di transazione l'acquisto può essere effettuato anche in presenza di effettiva utilità prossima allo zero.

<sup>38</sup> M. Ali, *Probability and Utility Estimates for Racetrack Bettors*, in «Journal of Political Economy», 1977, pp. 803 ss..

<sup>39</sup> Si è, al contrario, rilevato che, nella pratica, le valutazioni in materia di investimento sono spesso influenzate, oltre che dai costi e benefici marginali, anche dalle risorse già impegnate e non più recuperabili. Sul tema cfr. H. Arkes e C. Blumer, *The Psychology of Sunk Costs*, in «Organizational Behaviour and Human Decision Processes», 1985, pp. 124 ss.

## 2.4. *ISTINTO GREGARIO*

Le risultanze delle analisi empiriche (e la comune esperienza) mostrano come le percezioni e le decisioni siano vicende che difficilmente hanno una connotazione esclusivamente *individuale*.

Al contrario, tanto l'elaborazione dei dati a disposizione dell'investitore che la pianificazione delle sue scelte future sono influenzate, a volte in misura determinante, dalla c.d. *euristica del gruppo* o «*istinto gregario*», cioè dalla tendenza a seguire il comportamento del gruppo cui si appartiene ed a conformare le proprie scelte (financo le proprie ... convinzioni) all'opinione prevalente.

A titolo di esempio, possono ricordarsi avvenimenti in cui l'opinione della comunità degli investitori ha influito in maniera determinante nelle scelte di investimento degli individui, tanto in riferimento a singole imprese<sup>40</sup> che ad interi settori produttivi, nel qual caso si usa far riferimento alla metafora della «bolla»<sup>41</sup>.

## 3. LA RILEVANZA DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE NEL DOMINIO DEL DIRITTO

Il recepimento, nel dominio giuridico, delle prospettive suggerite dalla finanza comportamentale non può prescindere da qualche preliminare considerazione sulle ragioni e sulle finalità di tale «importazione».

L'utilizzo del diritto privato come strumento funzionalmente destinato ad eliminare, o quantomeno a ridurre, le disparità di conoscenza e di forza contrattuale tra le parti è acquisto concettuale ormai risalente<sup>42</sup>; ed è pacificamente riconosciuto nell'attuale ordinamento, come avviene

<sup>40</sup> C. Guerrini, *Le trappole della finanza comportamentale*, cit., al proposito menziona i casi della somatostatina, ingrediente della cura ideata dal Prof. Di Bella contro i tumori, «che per alcuni mesi del 1998 fece salire alle stelle i corsi di una società che si limitava a distribuire questa sostanza (senza trarre particolari vantaggi da quello che stava accadendo)», e quello dei Mondiali di calcio 2002 «quando ad ogni vittoria della Nazionale di calcio le azioni della società che produceva le magliette degli Azzurri aumentavano di valori a 2 cifre (nonostante questo business contasse per una percentuale minima delle vendite)».

<sup>41</sup> *Ibidem*, in riferimento alla c.d. bolla dei titoli Internet del 1999-2000.

<sup>42</sup> Sia consentito, sul tema, rinviare ad E. Marchisio, *Sulle «funzioni» del diritto privato nella costituzione economica fascista*, Macerata, CEUM, 2007, anche in <http://archiviodigitale.unimc.it/bitstream/10123/523/1/Marchisio.pdf>, *passim*.

ad esempio in materia bancaria e finanziaria, o in genere nel campo dei contratti dei consumatori.

Tuttavia, in una prospettiva più ampia ed in ottica questa volta pubblicitica, può rilevarsi come in taluni mercati la funzione «sociale» del diritto non si limiti a riportare «ad armi pari» controparti non equivalenti, bensì si proponga di garantire anche il «corretto funzionamento» del mercato stesso, qualora l'esistenza di «disfunzioni di mercato» (incidenti su interessi e valori di rango costituzionale<sup>43</sup>), sia idonea a mettere a rischio l'ordine pubblico economico.

Esempio tradizionale di un siffatto intervento è quello che vede, nel settore bancario (come noto caratterizzato dal processo di trasformazione delle scadenze e dal connesso rischio di illiquidità<sup>44</sup>), l'intervento del regolatore teso ad evitare che l'illiquidità della banca ed il contagio tra banche possa determinare un rischio sistemico per l'intero segmento<sup>45</sup>.

Le disfunzioni evidenziate dalla finanza comportamentale incidono tanto nel creare una asimmetria tra le parti del rapporto di investimento (cliente-intermediario, nonostante anche questo ultimo sia soggetto, seppure in misura diversa, ad euristiche e *bias*<sup>46</sup>), quanto nel mettere a rischio il corretto funzionamento dei mercati dei capitali, soprattutto in presenza di bolle speculative aggravate dal *bias* dell'istinto gregario.

Secondo tale prospettiva, gli studi di finanza comportamentale sottolineano allora disfunzioni di mercato costituzionalmente rilevanti nell'ottica dell'art. 47 cost.; fornendo poi una valida giustificazione all'intervento regolatorio *ex ante* sia da parte del legislatore che delle autorità di settore, sia per l'intervento (a vario titolo) *ex post* sanzionatorio da parte delle medesime autorità e della magistratura.

<sup>43</sup> Giannini e Mantini, *op. cit.* p. 20. Si noti sin d'ora: costituzionalmente prescritto è il solo esame di Stato, essendo la Costituzione «*indifferente rispetto alle forme giuridiche*» di esercizio delle professioni, e non operando alcun riconoscimento di ordini e collegi – al contrario di quanto avviene, ad esempio, per i sindacati (G. Della Cananea, *L'ordinamento delle professioni*, cit., p. 1144), demandando l'ordinamento giuridico l'obbligo dell'iscrizione in albi o elenchi alla (eventuale) disciplina legislativa ordinaria (notato anche da Giannini e Mantini, *op. cit.*, p. 18).

<sup>44</sup> Si veda, al proposito, la disciplina dei «limiti alla trasformazione delle scadenze» contenuta in Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, tit. IV, cap. VII.

<sup>45</sup> Cui si riferisce la nozione di «stabilità complessiva» di cui all'art. 5, co. 1, TUB. Cfr. G.A. Walker, *The Law of Financial Conglomerates: The Next Generation*, in «The international Lawyer», Spring 1996, pp. 64 s. nonché I. Borrello, *Il controllo del credito*, trattato Cassese, parte speciale, t. 3, 2003, pp. 2793 s..

<sup>46</sup> Come è, tipicamente, per il problema della *overconfidence*: cfr. *supra*, § 2.3.

Ovviamente, secondo le regole generali, la legittimità dell'intervento regolatorio (e sanzionatorio) appare condizionata non soltanto dalla sua giustificazione, ma anche dalla sua idoneità al raggiungimento dello scopo prefissato, nonché dalla sua proporzionalità (e v. *amplius* § 4).

Prima di procedere all'analisi delle ricadute normative dei problemi di finanza comportamentale, mette conto sottolineare due precisazioni di politica del diritto che, riteniamo, sono chiamate ad orientare le scelte del legislatore, dei regolatori e dell'autorità giudiziaria.

Se è senz'altro condivisibile la necessità di predisporre meccanismi e tecniche di identificazione e correzione (o, quantomeno, limitazione) degli errori cognitivi e comportamentali, nondimeno qualsivoglia intervento correttivo o ripristinatorio (in sede giudiziaria) non dovrebbe mai prescindere dal principio per il quale, nel nostro ordinamento, ciascuno è libero di disporre del proprio patrimonio ed è pertanto tenuto a sopportare le conseguenze delle proprie scelte (di investimento/disinvestimento).

Ciò significa che gli sforzi della legislazione, della regolazione e dell'interpretazione debbano spingersi quanto più avanti possibile nel fornire assistenza agli investitori nell'assunzione delle proprie scelte di investimento e nel fornire loro tutela quando tali scelte sono state manipolate da terzi. Ma ciò non può certo arrivare a «deresponsabilizzare» del tutto gli investitori in relazione alle conseguenze delle loro scelte, magari attraverso l'utilizzo di indiscriminate regole di (allora iniquo) indennizzo o di responsabilità oggettiva.

Una disciplina di tal fatta, oltre a minare gravemente il corretto funzionamento del mercato, determinerebbe un radicale aggravamento dei problemi di ipersicurezza dei soggetti agenti (paradossalmente *determinando* l'emersione di loro errori di ragionamento e di preferenze) e causerebbe gravi problemi di azzardo morale (*moral hazard*), laddove gli investitori sarebbero all'evidenza incentivati ad intraprendere comportamenti eccessivamente rischiosi, sulla convinzione che i costi associati ad un eventuale esito negativo sarebbero poi sopportati da altri operatori o, addirittura, dalla collettività.

#### 4. LA FINANZA COMPORTAMENTALE E IL DIRITTO POSITIVO

---

Tanto premesso, vale indagare *de jure condito* – pur antologicamente e senza pretese di completezza – se e quanto la normativa vigente consenta di tener conto della «irrazionalità (in)evitabile» degli investitori.

#### 4.1. *L'«IRRAZIONALITÀ» DELL'INVESTITORE COME ELEMENTO DI ASSIMETRIA, NON COME CAUSA DI INCAPACITÀ O DI VIZIO DELLA VOLONTÀ*

Al fine di sgombrare il campo da possibili suggestioni, è opportuno sottolineare sin da subito come l'«irrazionalità inevitabile» dell'investitore, così ben descritta dalla finanza comportamentale, non possa costituire (di per sé) causa di «incapacità» in senso tecnico-giuridico; con quindi conseguente impossibilità di considerarla elemento per l'eventuale applicazione degli istituti della interdizione, dell'inabilitazione o dell'amministrazione di sostegno<sup>47</sup>.

Neppure sembra che siffatta «irrazionalità inevitabile» possa essere considerata, in ogni caso, causa di incapacità naturale di intendere e di volere, *ex art. 424 c.c.*

È ben vero che secondo l'orientamento giurisprudenziale più recente tale incapacità viene definita, latamente, come «*un perturbamento delle facoltà intellettive o volitive tale da impedire un serio controllo del proprio comportamento e la formazione di una cosciente volontà*»<sup>48</sup> (come astrattamente potrebbero essere classificati gli errori di percezione e preferenze oggetto di studio), ma è anche vero che i rimedi approntati dalla norma e le condizioni della loro applicazione paiono del tutto incoerenti con le ipotesi in esame.

Il rimedio dell'annullamento del contratto e il requisito della malafede dell'altro contraente paiono infatti connaturati alla ricorrenza di uno stato «patologico» (o quantomeno socialmente atipico) dell'incapace rispetto all'individuo socialmente tipico (la regola generale essendo quella della validità delle pattuizioni stipulate dal soggetto dotato di capacità d'agire).

Si è visto, al contrario, come le ipotesi di irrazionalità tratteggiate in finanza comportamentale siano «fisiologiche» e «socialmente tipiche» – quantomeno perché condivise dalla maggior parte della popolazione. In questo senso, e considerando tali ipotesi di irrazionalità come «incapacità», tutti i contratti finanziari sarebbero annullabili, in quanto per definizione l'inter-

<sup>47</sup> Appare evidente, e non meritevole di ulteriore approfondimento in questa sede, che essa non rappresenti una situazione di «*infermità di mente*» che rende l'individuo incapace «*di provvedere ai propri interessi*» e, dunque, soggetto al provvedimento di interdizione *ex art. 414 c.c.*, ovvero, nei casi meno gravi, alla inabilitazione *ex art. 415 c.c.* Né essa determina una menomazione psichica che determina in capo all'individuo «*l'impossibilità di provvedere, anche in via temporanea, ai propri interessi*», che legittima il ricorso all'amministrazione di sostegno *ex art. 404 c.c.*

<sup>48</sup> Così Trib. Roma, 6 marzo 2009. Cfr. altresì Cass. n. 5159/2004, 7485/2003.

mediario contraente sarebbe ben consapevole dello stato di incapacità del contraente. Il che costituisce ipotesi ricostruttiva neppure proponibile.

Del pari, l'elemento connaturato dell'irrazionalità dell'individuo investitore non sembra di per sé possa costituire elemento atto a menomare la corretta formazione della volontà, perlomeno nella tradizionale prospettiva dei vizi (errore, violenza e dolo) che la possono contraddistinguere in chiave patologica.

La ricostruzione teorica dei ridetti vizi della volontà nella formazione del consenso negoziale si pone infatti all'evidenza su di un piano del tutto diverso da quello delle connotazioni psicologiche che caratterizzano la percezione cognitiva del contraente-investitore. Nel caso dell'irrazionalità «inevitabile» non si tratta infatti di una scelta errata o coatta effettuata a causa di «false» o «forzate» rappresentazioni del reale, bensì di intimi convincimenti frutto solo di distorte visioni del reale.

#### 4.2. *L'«IRRAZIONALITÀ» DELL'INVESTITORE COME CONCORSO DI COLPA EX ART. 1227, COMMA 1, COD. CIV.?*

Deve ora valutarsi se le condotte irrazionali studiate dalla finanza comportamentale possano o meno essere apprezzate come «fatto colposo del creditore», le quali, concorrendo a cagionare il danno, *ex art. 1227, comma 1, c.c.*, possono determinare la diminuzione del risarcimento secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate.

Ai fini dell'applicazione della disposizione è necessario che si configuri un comportamento (commissivo ovvero omissivo) del danneggiato; comportamento che abbia poi un'efficienza causale concorrente (non esclusiva) con la condotta del danneggiante sulla produzione dell'evento dannoso e che sia qualificato dall'elemento soggettivo della colpa<sup>49</sup>.

La pertinenza della disposizione alle vicende oggetto della presente riflessione appare evidente qualora si consideri che, ai sensi della disposizione citata, la colpa non deve intendersi come elemento soggettivo. Al contrario, la colpa va intesa come obiettiva difformità della condotta rispetto alle regole di comune diligenza, prudenza e perizia<sup>50</sup>. Tanto è vero che, sia in dottrina che in giurisprudenza, si ragiona in termini di «colpa obiettiva»,

<sup>49</sup> M. Cantillo, Tr. Bigiavi, p. 833.

<sup>50</sup> Bianca, pp. 345 s; Cass. 25 maggio 1971, n. 1540, *Giust. Civ., Rep.*, 1971, voce Danni, n. 28; Cass. 17 febbraio 1964, n. 351, *Foro it.*, 1964, I, c. 752; Cass. 28 aprile 1962, *Foro it.*, 1962, I, c. 913.

e l'art. 1227, comma 1, c.c. si ritiene pacificamente applicabile anche allo specifico caso dello stato di incapacità del danneggiato<sup>51</sup>.

Si noti poi che, in relazione ai rapporti di durata come sono tipicamente quelli che legano l'investitore all'intermediario, il fatto colposo del danneggiato ben potrebbe consistere in un comportamento sia *antecedente* al fatto illecito, purché naturalmente legato da nesso eziologico con l'evento medesimo<sup>52</sup> (ad esempio: colpa nella compilazione del «profilo di rischio», sul quale v. *infra* § 4.3), sia *successivo* al fatto generatore dei danni, almeno per quella parte di essi riferibile al periodo posteriore a tale comportamento<sup>53</sup>.

L'inapplicabilità, in principio (e salvo quanto si noterà subito *infra*), della disposizione di cui all'art. 1227, comma 1, c.c. sembra discendere dalla circostanza per la quale la potenziale difformità della condotta dell'investitore rispetto alle regole della razionalità finanziaria rappresenta non tanto evento socialmente atipico, quanto piuttosto evento socialmente ricorrente e del tutto prevedibile.

Deve allora ritenersi vigente, in capo all'intermediario, un generale «obbligo di protezione» nei confronti dell'investitore, tale da imporre sul primo l'obbligo di porre rimedio all'«irrazionalità» del secondo. Così da rendere inapplicabile all'intermediario l'art. 1227, comma 1, c.c.; salvo beninteso che questi non provi, ai sensi dell'art. 1218 c.c., che l'adempimento della sua prestazione è stato impossibile per causa a lui non imputabile (analogamente a quanto avviene per il soggetto tenuto alla sorveglianza dell'incapace, posto che la prestazione cui il sorvegliante è tenuto è proprio quella di impedire che il sorvegliato cagioni danno a sé o ad altri a causa della propria incapacità)<sup>54</sup>.

Sembra pertanto soluzione condivisibile quella che consente all'intermediario di giovare della diminuzione (o esenzione *tout court*) del risarcimento solo a condizione che abbia positivamente adempiuto a tutti gli obblighi incombenti a suo carico per la tutela dell'investitore.

Non rinunciando comunque ad indagare, almeno in prospettiva futura, se possa considerarsi sufficiente il formale rispetto della disciplina a tutela

<sup>51</sup> M. Cantillo, Tr. Bigiavi, p. 839.

<sup>52</sup> Cass. 18 maggio 1979, n. 2861, *Giust. Civ., Rep.*, 1979, voce Danni, n. 20.

<sup>53</sup> Cass. 10 gennaio 1980, n. 190, *Giust. Civ., Rep.*, 1980, voce Danni, n. 15.

<sup>54</sup> M. Cantillo, Tr. Bigiavi, p. 833; Cass. 10 marzo 1980, n. 1601, *Giust. Civ., Rep.*, 1980, voce Responsabilità civile, n. 98; Cass. 16 ottobre 1954, n. 3767, *Foro it., Mass.*, 1954, c. 753.

dell'investitore previsto dalla normativa di settore (*box ticking approach*), ovvero se necessiti anche la prova dell'intermediario di aver posto in essere – in concreto – tutto quanto necessario al fine di evitare il danno in capo all'investitore (come ci sembra debba concludersi quando la banca abbia percezione di un problema di «irrazionalità» nella auto percezione o nella presentazione del cliente, come avviene quando, ad esempio, nella compilazione del profilo di rischio si manifestano incongruenze interne non razionalmente spiegabili<sup>55</sup>).

### 4.3. *LA «KNOW YOUR CUSTOMER RULE» E I QUESTIONARI PER LA DETERMINAZIONE DEL PROFILO DI RISCHIO DELL'INVESTITORE*

I legislatori comunitario e nazionale hanno evidenziato con particolare dettaglio ed attenzione la necessità che l'intermediario *identifichi* il profilo di rischio dell'investitore *prima* della concreta prestazione dei servizi di investimento.

Ed in relazione a detta dovuta identificazione, appare piuttosto arduo condividere l'adozione di un semplicistico *box ticking approach*; cui inevitabilmente conseguirebbe la riduzione della *Know Your Customer Rule* ad una forma di tutela dell'intermediario e non già dell'investitore.

Appare invero opportuna un'identificazione del profilo di rischio attraverso questionari incentrati, oltre che sulla capacità (economica) di sopportare il rischio, anche e soprattutto sulla tolleranza (psicologica) al rischio stesso<sup>56</sup> – tolleranza al rischio che è rilevabile e, per certi versi, «misurabile» secondo tecniche ormai ampiamente condivise nella letteratura in materia<sup>57</sup>.

D'altra parte, deve sottolinearsi come la tecnica di acquisizione delle informazioni da parte del cliente non consenta mai l'assunzione di informa-

<sup>55</sup> Come potrebbe essere il caso, ad esempio, del cliente che si ritenga «avverso al rischio», descriva una attitudine conservativa e prudente e poi tra gli obiettivi dell'investimento prescelta «alti rendimenti» e dichiari di tollerare l'alta volatilità dell'investimento.

<sup>56</sup> Alcuni Autori sostengono che i questionari utilizzati da parte degli intermediari consentono una elaborazione solo parziale del profilo di rischio dei clienti, perché sono incentrati sulla capacità economica di sopportare il rischio ma non sulla tolleranza al rischio: Yook, K.C. e Everett R., *Assessing Risk Tolerance. Questioning the Questionnaire Method*, in «Journal of Financial Planning, August», pp. 48-55, 2003.

<sup>57</sup> Cfr., sul tema, le suggestioni provenienti da Holzhauer, H.M. e McLeod R.W., *Five Factors Model for Measuring Financial Risk Tolerance*, Working Paper, September 2009; Roszkowski M.J., Davey G. e Grable J.E., *Questioning the Questionnaire Method: Insights on Measuring Risk Tolerance from Psychology and Psychometrics*; Working Paper, La Salle University, 2008.

zioni obiettive, ma sia, a sua volta, soggetta ad errori di ragionamento e di preferenze. A parte la soggezione al *framing* prospettato dall'intermediario durante l'indagine e gli altri errori sopra menzionati, è indubitabile che il profilo di rischio che viene fornito dall'investitore non risponde al suo profilo di rischio effettivo (oggettivo), ma soltanto a quello auto-percepito. Anche in questo caso, invero, solo una accurata redazione dei moduli consentirebbe di correggere a dovere le distorsioni percettive recepite nel profilo di rischio.

Occorre anche chiedersi se la formulazione di questionari *inidonei* (nel senso suddetto) alla rilevazione dell'*effettivo* profilo di rischio dell'investitore possa determinare conseguenze in capo alle parti.

E c'è in particolare da chiedersi se l'investitore possa eccipire l'inidoneità della tecnica di acquisizione o aggiornamento dei dati necessari per la messa a fuoco del profilo di rischio, al fine di ottenere il risarcimento del danno causato dall'intermediario.

#### 4.4. L'INFORMAZIONE E IL REQUISITO DELLA CHIAREZZA

Si è detto come secondo il paradigma classico l'accesso a tutte le informazioni da parte degli investitori rappresenterebbe la premessa per l'adozione di scelte razionali e per il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Nel mondo reale, al contrario, il tema dell'informazione finanziaria è ben più variegato e complesso.

In primo luogo, la regolamentazione vigente adotta comunemente (ed acriticamente, per molti versi) l'ottica per la quale «più informazione» è comunque meglio di «meno informazione». In presenza del tempo come risorsa scarsa e del costo di acquisto delle informazioni, il c.d. «eccesso di informazione» (*information overload*) può tuttavia portare a conseguenze paradossali. Innanzitutto, l'eccesso di informazione può determinare il rischio che nell'esame di un enorme numero di dati non si riesca a dare la rilevanza necessaria ai dati realmente rilevanti (e basti pensare agli ipertrofici Prospetti informativi che circolano nel mercato ...).

In secondo luogo, l'eccesso di informazione può ben essere causa di marcate distorsioni cognitive e decisionali (*overconfidence e istinto gregario*)<sup>58</sup>.

<sup>58</sup> Con riferimento al caso italiano, ad esempio, è stato mostrato che i soggetti che dedicano maggior tempo all'acquisizione di informazioni movimentano più frequentemente e diversificano meno il portafoglio, con riflessi negativi sulla performance: L. Guiso e T. Jappelli, *Information Acquisition and Portfolio Performance*, Cepr Discussion Paper n. 5901, www.cepr.org, 2006.

Inoltre, la teoria classica considera l'«informazione» come dato in sé neutrale ed obiettivo. Si è invece visto come la ricerca e l'elaborazione delle informazioni dipenda da molteplici fattori, quali l'«effetto inquadramento» (*framing effect*). Abbiamo già rilevato come, ad esempio, le scelte di investimento possano dipendere, in misura più o meno rilevante, dal formato grafico con il quale viene rappresentata una determinata variabile (c.d. *visual framing*).

Un utile banco di prova dei principi appena esposti è rappresentato dall'interpretazione del concetto di chiarezza sia nella legislazione *bancaria* (ad esempio: quanto alla pubblicità delle condizioni e dei costi dei prodotti dei servizi bancari, negli artt. 116 e 123 TUB, ed agli obblighi precontrattuali del finanziatore o dell'intermediario nei rapporti di credito al consumatore, nell'art. 124 TUB), che in quella *finanziaria* (quanto alle comunicazioni pubblicitarie relative ai servizi e alle attività di investimento, nell'art. 21.1.C. TUF, ed alle informazioni contenute nei prospetti di offerte al pubblico di fondi aperti o di azioni Sicav, nell'art. 98-ter TUF).

Sulla base degli argomenti presentati, deve ritenersi che una informazione possa dirsi chiara quando sia di «agevole ed immediata percepibilità e comprensibilità», nonché idonea a «rimanere» presso il destinatario per tutto il tempo necessario a coprire i rischi in virtù dei quali era stata fornita<sup>59</sup>.

Ora, mentre il profilo della *comprensibilità* sembra riguardare soprattutto profili contenutistici e di formazione finanziaria, quello della *percepibilità* impone una maggiore riflessione sui problemi di finanza comportamentale segnalati. Il requisito della *percepibilità*, infatti, impone l'inserimento dell'informazione in un contesto (*framing*) che dia idoneo risalto all'informazione medesima, modalità di presentazione che sottolineino la sua rilevanza per l'investitore, etc.

Ancor più interessante, ai fini della presente riflessione, è il requisito dell'idoneità dell'informazione a *rimanere* presso il destinatario. L'«informazione», deve sottolinearsi, non è poi mai obiettiva in relazione al *mezzo* di comunicazione in concreto utilizzato. Nella letteratura di finanza comportamentale, in particolare, si sottolinea diffusamente la maggiore efficacia della comunicazione *verbale* rispetto a quella *scritta*; con allora conseguente peculiare rilevanza del momento di consulenza finanziaria.

<sup>59</sup> Sia consentito il rinvio a U. Morera, *Sul concetto di chiarezza nei rapporti bancari*, in corso di pubblicazione in «Diritto della Banca e del Mercato Finanziario». Cfr., altresì, sul tema E. Brodi, «Dal dovere di far conoscere al dovere di far «comprendere»: l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori», *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2011, pp. 246 ss..

Questi profili non sembrano essere stati valutati più di tanto dai nostri Legislatore e Regolatore, i quali sembrano non considerare i differenti livelli di «*impressione*» nelle nostre menti delle informazioni, a seconda dei diversi tipi di comunicazione delle stesse.

#### 4.5. *IL RUOLO DELLA CONSULENZA FINANZIARIA*

I consulenti finanziari, si è osservato, possono in principio senz'altro svolgere un ruolo fondamentale nella raccolta, selezione ed elaborazione delle informazioni presenti sul mercato, evitando così che gli investitori incorrano negli errori di ragionamento e di preferenze ampiamente descritti *supra*; anche se l'evidenza empirica dimostra invero come l'investitore maggiormente esposto al rischio di errori cognitivi è proprio l'investitore che meno usufruisce dei servizi di consulenza (tipicamente: il caso del *trader on line*, sovente molto «convinto» delle sue competenze finanziarie<sup>60</sup>).

È certamente condivisibile, in principio, l'affermazione per la quale la consulenza può essere qualificata come «*l'attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse*»<sup>61</sup>.

Né, d'altra parte, può contestarsi come sia anche nell'interesse del consulente agire nel migliore interesse del cliente [*ciòè: «cercare di correggere gli errori cognitivi che possono tradursi in un disallineamento tra le aspettative degli investitori e i risultati realizzati (sulla base di una strategia di investimento «corretta», ossia aderente alle indicazioni normative della teoria standard)*»<sup>62</sup>] al fine di instaurare un rapporto stabile e duraturo.

L'evidenza empirica in materia sembra discordante. Mentre alcuni studi mostrano una più elevata qualità (in termini di diversificazione) dei

<sup>60</sup> È, peraltro, opinione diffusa che il *trading on line* rappresenti un contesto di amplificazione della irrazionalità: B. Barber, T. Odean, *The Internet and the Investor*, in «The Journal of Economic Perspectives», 2001, XV, 1, pp. 41 ss.; B. Barber, T. Odean, *Online Investors: DO the Slow Die First?*, in «Review of Financial Studies», 2002, XV, 2, pp. 455 ss.; B. Barber, T. Odean, *Does Online Trading Change Investor Behavior?*, in «European Business Organization Law Review», 2002, III, pp. 83 ss.

<sup>61</sup> Kahneman D. e Riepe M.W., *Aspects of Investor Psychology*, in «The Journal of Portfolio Management», pp. 52-65, 1998.

<sup>62</sup> Linciano, *op. cit.*

portafogli assistiti da consulenti<sup>63</sup>, altri evidenziano, per i casi esaminati, rendimenti peggiori in presenza di consulenti finanziari<sup>64</sup>.

Nel concreto, pertanto, ci sembra tuttavia che un eccesso di confidenza nel ruolo «preventivo» della consulenza possa anch'esso rappresentare ... un errore cognitivo.

Difatti, la consulenza finanziaria è attività difficile da selezionare efficacemente da parte dell'investitore<sup>65</sup>; il quale non sempre riesce ad individuare il consulente sulla base delle effettive capacità di quest'ultimo; e ciò stante l'evidente esistenza di asimmetrie informative.

Così come, specularmente, è altrettanto innegabile la ricorrente difficoltà che il consulente incontra nel classificare correttamente il profilo di rischio e gli obiettivi di investimento del cliente che si affida ai suoi consigli.

L'efficacia della consulenza finanziaria (e del mercato di riferimento) appare inoltre limitata dal *bias* dello *status quo*; a mente del quale le persone sono generalmente riluttanti a modificare nel tempo una decisione già presa, inclusa la decisione di affidarsi ad un dato consulente<sup>66</sup>. Ove poi non è in concreto verosimile che tale specifico *bias* sia oggetto di adeguato *debiasing* da parte del consulente medesimo nel tempo.

Infine, non può essere ignorato che gli stessi consulenti sono essi stessi soggetti agli errori cognitivi e comportamentali rilevati nella presente ricerca, seppur secondo dinamiche piuttosto diverse rispetto a quelle che caratterizzano gli investitori non professionali (ad esempio, in tema di *overconfidence*).

<sup>63</sup> Uno studio su un campione di investitori israeliani mostra che i portafogli assistiti da consulenti sarebbero meglio diversificati di quelli «indipendenti»: Shapira Z. e Venezia I., *Patterns of Behaviour of Professionally Managed and Independent Investors*, in «Journal of Banking and Finance», n. 25, pp. 1573-1587, 2001.

<sup>64</sup> Per contro, l'evidenza relativa a un campione di investitori tedeschi documenta che le performance dei portafogli assistiti risultano peggiori: Hackethal, A., Haliassos M. e Jappelli T., *Financial Advisors: A Case for Babysitters?*, Cepr Discussion Paper Series, n. 7235, www.cepr.org, 2009.

<sup>65</sup> Gentile M., Linciano N. e Siciliano G., *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, in «Banca Impresa Società», n. 3, pp. 425-476, 2006; Gentile, M. e Siciliano G., *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in «Quaderni di Finanza Consob, Studi e Ricerche», n. 64, 2009; Hackethal, A., Haliassos M. e Jappelli T., *Financial Advisors: A Case for Babysitters?*, Cepr Discussion Paper Series, n. 7235, www.cepr.org, 2009.

<sup>66</sup> De Meza D., Irlenbusch B. e Reyniers D., *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, London School of Economics, preparato per la Financial Services Authority, Consumer Research, n. 69, 2008.

## 4.6. IL RUOLO DELL'EDUCAZIONE FINANZIARIA

La letteratura di finanza comportamentale ha da tempo sottolineato il fondamentale ruolo della «educazione degli investitori» (*investoreducation*) al fine della eliminazione, o quantomeno della riduzione, degli errori di valutazione derivanti dalla scarsa conoscenza della materia finanziaria (oltre dei suoi presupposti concettuali, quali la statistica<sup>67</sup>) e dei meccanismi di rappresentazione e soluzione dei relativi problemi.

Sotto il primo profilo, l'esperienza ha dimostrato come la divulgazione di informazioni e l'istruzione finanziaria richieda iniziative molto capillari ed integrate tra autorità di vigilanza, operatori e sistema scolastico; evidenziando poi come tali iniziative abbiano determinato, almeno nel caso statunitense, un impatto sì positivo, ma anche assai modesto sul piano della differente allocazione delle risorse<sup>68</sup>.

Sotto il secondo profilo, di maggior interesse in questa sede, sono state sviluppate in letteratura tecniche di «correzione» degli errori cognitivi (c.d. *debiasing*), volte a rendere palesi, e dunque controllabili, gli errori in cui gli individui sono portati a cadere nell'ambito dei loro processi decisionali<sup>69</sup>.

Fermo ciò, non può in alcun caso tacersi che se l'educazione finanziaria sembra avere un (seppur limitato) effetto positivo nella soluzione dei problemi di ridotta *cultura finanziaria*, non altrettanto può dirsi in relazione ai problemi riguardanti i *processi decisionali*.

In particolare, si è notato che l'educazione finanziaria può generare un sovraccarico informativo (*information overload*)<sup>70</sup> e, paradossalmente,

<sup>67</sup> Sul tema dell'analfabetismo statistico e delle sue conseguenze sulle percezioni e sulle scelte degli individui cfr. G. Gigerenzer, *Quando i numeri ingannano*, trad. it. Milano, Raffaello Cortina, 2003.

<sup>68</sup> Lusardi A. e Mitchell O.S., *Baby Boomer Retirement Security: The Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth*, in «Journal of Monetary Economics», n. 54, pp. 205-24, 2007.

<sup>69</sup> Fischhoff B., *Debiasing*, in *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, a cura di Kahneman D., Slovic P. e Tversky A., New York, Cambridge University Press, 1982. Si è sottolineato, inoltre, che la tecnica di *learning by doing* appare maggiormente idonea a consentire la memorizzazione dell'errore, delle sue conseguenze e delle azioni correttive necessarie: Weber M. e Welfens F., *Splitting the Disposition Effect: Asymmetric Reactions Towards «Selling Winners» and «Holding Losers»*; <http://ssrn.com/abstract=1176422>, 2008.

<sup>70</sup> Per alcune considerazioni sul problema cfr. *supra*, § 2.3. Lacko J.M. e Pappalardo J. K., *The Effect of Mortgage Broker Compensation Disclosures on Consumers and Competition:*

fungere da meccanismo di rinforzo per alcuni errori cognitivi e comportamentali come l'eccesso di ottimismo, l'eccesso di sicurezza di sé e l'illusione di detenere il controllo delle proprie scelte<sup>71</sup>.

## 5. LA FINANZA COMPORTAMENTALE E LE STRATEGIE NORMATIVE. PROPOSTE *DE JURE CONDENDO*

---

Gli acquisti concettuali e metodologici sopra sommariamente descritti consentono di elaborare, *de jure condendo*, talune proposte di disciplina che consentirebbero di porre rimedio, almeno in parte, alle disfunzioni di mercato conseguenti ai vincoli cognitivi e decisionali derivanti da euristiche e *bias*.

### 5.1. *SCELTE ECONOMICHE LIBERE OVVERO INDEOTTE? L'OPZIONE DEL C.D. «NUDGE»*

---

Alcuni autori propongono di affrontare gli errori di ragionamento e di preferenze esaminati nel presente scritto mediante soluzioni definite di «*paternalismo libertario*»<sup>72</sup>.

Secondo tale approccio, in presenza di problemi dotati di particolari caratteristiche (scelte con effetti ritardati; scelte difficili, poco frequenti e che non offrono un buon *feedback*; scelte in relazione alle quali l'orientamento offerto dall'esperienza è ambiguo), legislatori e regolatori dovrebbero fornire una soluzione che si applichi residualmente a favore di quanti non siano nella posizione di poter o voler scegliere un'alternativa precisa, consentendo l'adozione di scelte diverse solo con una rinuncia esplicita (meccanismo c.d. di *opt out*).

La proposta sembra da condividere, laddove essa fornisce, in via residuale, soluzioni mediamente e astrattamente virtuose, nonché adatte all'individuo medio (negli Stati Uniti d'America sono particolarmente rilevanti gli esempi in materia di contribuzione ai fini pensionistici o di adesione ad un piano di previdenza sociale); senza tuttavia limitare la possibilità

*A Controlled Experiment*, Federal Trade Commission Bureau of Economics Staff Report, February, 2004.

<sup>71</sup> Per la descrizione dei quali cfr. *supra*, § 2.3. In tema cfr. L. E. Willis, *Against Consumer Financial Literacy Education*, in «*Iowa Law Review*», n. 94(1), 2008.

<sup>72</sup> R.H. Thaler e C.R. Sunstein, *Nudge – La spinta gentile*, trad. it. Milano, Feltrinelli, 2009.

di ciascuno di selezionare una diversa soluzione ritenuta più adeguata ai propri bisogni.

Opinione meno favorevole sembra dover essere espressa quando l'approccio «paternalistico» abbandoni la sua caratteristica «libertaria» ed intervenga invece con interventi conformativi del mercato, ad esempio limitando le opzioni di scelta disponibili, come avviene nella proposta di divieto dei cc.dd. «prodotti strutturati», stante il riconoscimento che l'investimento in tali prodotti è spesso (quasi sempre) sub-ottimale<sup>73</sup>.

Interventi siffatti potrebbero determinare un danno nei confronti di quegli operatori non soggetti agli errori cognitivi e di preferenze rispetto ai quali l'intervento è mirato e, comunque, presuppongono la capacità del regolatore di individuare correttamente gli individui bisognosi di tutela<sup>74</sup>.

Di più: un approccio siffatto non considera la circostanza che vede legislatori e regolatori soggetti ad errori cognitivi e di preferenze al pari di tutti gli altri individui e che, per la portata e la rilevanza delle loro decisioni, i loro errori determinano la produzioni di danni ben maggiori di quelli potenzialmente causati da singoli operatori economici.

In tali casi si ritiene che una soluzione meno invasiva e più rispettosa delle regole del mercato sia quella di sostenere e promuovere meccanismi endogeni di selezione ed elaborazione dei problemi di scelta; quale forse lo sviluppo di servizi di consulenza.

## 5.2. *TEMPI LENTI DI PERFEZIONAMENTO DELLA SCELTA ECONOMICA VS. COMPARAZIONE DELLE OFFERTE*

Il problema dell'irrazionalità dell'individuo è certamente aggravato dalla circostanza che costui possa essere chiamato ad assumere la sua decisione economica entro un lasso di tempo ristretto; ipotesi che sollecita l'utilizzo di aree del cervello di pronta reattività ma di scarsa analiticità (come l'*insula*, che è la sede dell'eccitazione automatica associata a stati emotivi),

<sup>73</sup> R. Fischer, *Do Investors in Structured Products Act Rationally?*, <http://ssrn.com/abstract=1011008>, 2007; H. Thorsten e M.O. Rieger, *The Dark Side of the Moon: Structured Products from the Customer's Perspective*, EFA Bergen Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=1342360>, 2009. Sul tema cfr. Anche la proposta di limitare il numero ed i tipi di mutui ipotecari ammissibili al fine di agevolarne la comparazione di L. Willis, «Decision-making and the Limits of Disclosure: the Problem of Predatory Lending: Price», *Maryland Law Review*, 2006, pp. 707 ss.

<sup>74</sup> C. Jolls e C.R. Sunstein, *Debiasing through Law*, in «Journal of Legal Studies», 2006, pp. 199 ss.

in danno delle aree della riflessione analitica le quali invece richiedono tempi di reazione ben maggiori (come la corteccia prefrontale dorsolaterale, associata allo svolgimento di compiti cognitivi razionali).

Tale strategia è ben nota agli esperti di *marketing* e di vendita che, tra le loro strategie, annoverano quella delle promozioni a «breve» scadenza o «fino ad esaurimento scorte» proprio al fine di spingere il cliente all'acquisto sollecitando una reazione emotiva (la gratificazione del «buon affare» in conseguenza dello sconto, ad esempio) piuttosto che razionale (a seguito della quale il consumatore potrebbe, ad esempio, rendersi conto di non avere alcuna necessità del bene che gli viene proposto, seppure ad un buon prezzo)<sup>75</sup>.

Certa letteratura propone di risolvere il problema mediante una strategia di differimento obbligatorio della scelta e la concessione di un termine irrinunciabile prima dell'assunzione della decisione. Si è proposto, ad esempio, di condizionare la validità di contratti bancari alla loro sottoscrizione solo dopo trascorso un certo termine dalla data di consegna del contratto.

Riteniamo che tale proposta non sia risolutiva. Ciò non tanto perché la concessione del termine non implica, per ciò solo, l'esame del contratto, quanto piuttosto perché nel momento in cui ci si è rivolti ad un intermediario per richiedere copia del contratto si è già effettuato un «costo sommerso» (*sunk cost*) derivante dal tempo impiegato per recarsi presso i suoi uffici e, pertanto, salvo che il contratto non sia palesemente svantaggioso, il c.d. «effetto costi sommersi» (*sunk cost effect*) porterà l'individuo a stipulare il contratto senza verificare le alternative presenti sul mercato (chiedendo, ad esempio, copia del contratto a più intermediari e confrontandone il contenuto).

Strategia più efficace sembrerebbe invece quella di promuovere la comparabilità delle condizioni praticate per lo stesso contratto o servizio da intermediari concorrenti mediante siti *internet* che, mediante un confronto esplicito tra costi e altre condizioni, aiutino il cliente a selezionare l'offerta per lui più confacente (promuovendo e sviluppando il modello adottato, ad esempio, dal sito [www.mutuionline.it](http://www.mutuionline.it); il quale ha tuttavia ad oggetto i soli contratti di mutuo, si limita essenzialmente alla comparazione dei costi e consente di comparare soltanto le condizioni offerte dalle banche convenzionate).

<sup>75</sup> Per il problema della c.d. «*utilità di transazione*» cfr. *supra*, § 2.4.

