



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO-BICOCCA
DIPARTIMENTO DI PSICOLOGIA

SCUOLA DI DOTTORATO IN PSICOLOGIA E SCIENZE COGNITIVE
DOTTORATO IN PSICOLOGIA SOCIALE, COGNITIVA E CLINICA
CICLO XXVI

IL RUOLO DEL PROMOTORE FINANZIARIO TRA GESTIONE DEL CLIENTE, DELLE RELAZIONI, DELLA CRISI

Tutor: Prof. Luigi Ferrari

Dottorando: Federico Magri

Matricola: 029238

Indice

Riassunto.....	4
Abstract.....	5
Introduzione.....	6
Capitolo 1. La Finanza Comportamentale.....	10
1. Dalla teoria classica alla Finanza Comportamentale.....	10
1.1 Il modello tradizionale.....	12
1.2 Teoria dell'Utilità Attesa.....	13
1.2.1. Critiche.....	19
1.3 L'Efficient Market Hypothesis.....	20
1.3.1. Aspetti teorici.....	22
1.3.2. Aspetti empirici.....	24
1.3.3. Dubbi e critiche all'Efficient Market Hypothesis.....	25
1.3.4. Anomalie.....	27
2. La Finanza Comportamentale.....	33
2.1. Definizione e storia.....	33
2.2. Principi teorici.....	38
2.3. Finanza Comportamentale e individualismo metodologico.....	40
2.3.1. Euristiche.....	40
2.3.2. Prospect Theory.....	45
2.3.3. Bias.....	52
2.4. Finanza Comportamentale e collettivismo psicologico.....	65
2.4.1 Teoria del Comportamento Imitativo: Herding Behavior.....	66
2.4.2 Teoria del Contagio dei Pensieri.....	72
2.4.3 Dinamiche sociali.....	75
2.5 Mercati e crisi finanziarie.....	82
2.6 La crisi cinese del 24 agosto 2015.....	93
Capitolo 2. La figura del promotore finanziario e la consulenza finanziaria.....	101
1. Il promotore finanziario.....	101
1.1 Chi è il promotore finanziario.....	101
1.2 Normativa.....	103
1.3 Storia.....	108
1.4 Formazione di un promotore finanziario.....	110
1.5 Tratti di personalità di un promotore finanziario.....	114

2. La consulenza finanziaria.....	117
2.1 Fasi di costituzione del percorso di consulenza.	117
2.2. Il consulente finanziario: un intermediario.	122
2.3 Il marketing finanziario.....	125
2.4 Consulenza finanziaria e supporto psicologico.	128
2.5 Sentimenti, tratti di personalità ed errori degli investitori.	135
Capitolo 3. Il ruolo del promotore finanziario tra gestione del cliente, gestione della relazione, gestione della crisi.....	140
1. Presentazione delle ricerche: Anasf 2012-2015, Fineco 2014, Fineco 2015.....	140
2. La gestione del cliente: Anasf 2012-2015.	142
2.1 Obiettivo e modalità.....	142
2.2 Campione.	143
2.3 Questionario.....	152
2.4 Risultati e commento.	154
3. La gestione della relazione: Fineco 2014.	178
3.1. Obiettivo e modalità.....	178
3.2. Campione.	180
3.3. Questionario.....	184
3.4. Risultati e commento.	185
4. La gestione della crisi: Fineco 2015.....	205
4.1 Obiettivo e modalità.....	205
4.2 Campione.	205
4.3 Questionario.....	209
4.4 Risultati e commento.	209
Conclusioni.	241
Ulteriori sviluppi.....	243
Appendice.	248
Questionario Anasf 2012.....	248
Questionario Fineco 2014.	254
Questionario Fineco 2015.	260
Bibliografia.	262
Ringraziamenti.	278

Riassunto.

Questa tesi si occupa di Finanza Comportamentale ed ha per oggetto la figura e il comportamento del promotore finanziario, con particolare attenzione alle dinamiche psicosociali che si attivano all'interno dei mercati finanziari.

Sono state condotte tre ricerche in un arco temporale che va da settembre 2012 a settembre 2015 su tre diversi campioni di promotori finanziari, volte ad indagare, nello specifico, il ruolo che il promotore finanziario ricopre e le relazioni che instaura con i propri clienti, i propri colleghi e gli esperti all'interno dei mercati finanziari, sia in periodo di quiete sia in periodi di crisi.

La prima ha cercato di verificare la complessità del rapporto col cliente, come i promotori finanziari si rapportino alle variabili di tipo psicologico e quali relazioni esistano tra queste variabili e quelle più strettamente professionali.

La seconda ha cercato di verificare sia la circolarità dell'influenza tra promotore finanziario e cliente, sia l'esistenza del comportamento imitativo e l'impatto che tale comportamento ha all'interno dei mercati finanziari, in periodi di quiete e in periodi di turbolenza.

La terza ha cercato di verificare gli stessi elementi studiati nella prima e nella seconda ricerca, focalizzandoli in un periodo di crisi ben definito, quello della crisi cinese dell'agosto 2015.

I risultati delle tre ricerche indicano che nella figura del promotore finanziario, in ogni momento dell'esercizio della sua attività, sussiste una relazione significativa tra aspetti psicologici ed aspetti più strettamente professionali; inoltre risulta che è sempre presente, in maniera più o meno evidente, un comportamento gregario che guida e condiziona il suo agire all'interno dei mercati finanziari: tale comportamento è soprattutto di tipo imitativo e si accentua nei periodi di crisi; infine che esiste una circolarità d'influenza tra promotore finanziario e cliente.

I risultati emersi dalle tre ricerche, pur presentando dei limiti ed essendo estendibili solo alla popolazione considerata, forniscono un quadro indicativo che permette di individuare delle tendenze relativamente stabili, che possono costituire la base per lo sviluppo di ulteriori indagini.

Abstract.

This work deals with Behavioral Finance and has for its object the figure and the behavior of the tied agent, with specific attention to the psychosocial dynamics that are activated in the financial markets.

Three studies were conducted in a period running from September 2012 to September 2015 on three different samples of tied agents, aimed at investigating, specifically, the role that the tied agent plays and the relationships he establishes with his customers, colleagues and experts within the financial markets, both in times of quiet and in times of crisis.

The first sought to test the complexity of the relationship with the customer, how tied agents relate to the psychological variables and what relationships exist between these variables and the most strictly professional ones.

The second sought to test whether the circularity of influence between the tied agent and his clients and the existence of imitative behavior and the impact this behavior has within the financial markets, in times of quiet and in times of turbulence.

The third sought to verify the same elements studied in the first and second study, focusing them in a period of crisis well defined, that of the Chinese crisis of August 2015.

The results of these studies indicate that in the figure of the tied agent at any time of his professional activity, there is a significant relationship between the psychological viewpoints and the most strictly professional ones; also they indicate that there is always, in a more or less obvious way, an Herding Behavior that guides and determines his actions in the financial markets: such behavior is particularly of the imitative kind and is accentuated in times of crisis; eventually, there is also a circularity of the influence between the tied agent and his client.

The results from three studies, while presenting their limits and being extensible only to the population considered, provide an indicative framework that allows the identification of trends relatively stable, which can form the basis for the development of further investigations.

Introduzione.

Oggetto di questa tesi è l'analisi del ruolo e del comportamento nei mercati finanziari del promotore finanziario, una figura professionale che opera inserita in un mercato finanziario sempre più concepito come un aggregato di agenti, luogo di imitazione ed influenza reciproca, e che ha il compito di offrire una consulenza finanziaria intesa non più come una mera fornitura di informazioni al cliente, ma come un servizio dedicato e personalizzato sulla base delle caratteristiche, dei bisogni e degli obiettivi dei clienti stessi.

Risulta quindi fondamentale partire da una approfondita conoscenza della Finanza Comportamentale, definita da Araldi (2011) "una scienza che studia il funzionamento dei mercati finanziari ed il comportamento degli operatori utilizzando conoscenze e strumenti propri delle scienze umane, per avere una visione il più realistico possibile del complesso mondo finanziario", e metterne in luce le due anime che attualmente la attraversano.

Da una parte si posiziona la Finanza Comportamentale tradizionale, dominante, maggioritaria, le cui teorie sono ampiamente consolidate e condivise, dall'altra emerge e prende sempre più forza una nuova Finanza Comportamentale, per ora ancora minoritaria, in fase di sviluppo, ma destinata ad evolversi in tempi brevi.

La prima si sviluppa a partire dall'individualismo metodologico, ha come oggetto di studio il singolo investitore e critica il concetto di homo oeconomicus, individuo razionale, con una elevata conoscenza della struttura dell'economia e del mercato finanziario, capace in ogni istante di elaborare in modo logico le informazioni di cui dispone, così come lo concepisce la finanza classica, perché di fatto non corrisponde a nessun essere reale. Essa intende studiare il modo di comportarsi dell'uomo normale, reale, quotidianamente affetto da bias cognitivi e da misleading emotions, soggetto ad emozioni, sentimenti, distorsioni mentali e fenomeni irrazionali, che difficilmente possono essere spiegati da teorie totalmente razionali.

La seconda si sviluppa e si concentra attorno al concetto di collettivismo psicologico. Gli studiosi si sono resi conto che il mercato finanziario non è solo una somma di individui, non è, cioè, un insieme di soggetti tutti uguali, o molto simili, per cui basta conoscere il modo di comportarsi di un soggetto, con i suoi bias, per conoscere il comportamento di tutti. Il mercato finanziario risulta sempre più essere un ente a sé, luogo di imitazione ed influenza reciproca, un aggregato di individui, soggetti a diversi fenomeni di comportamento gregario e condizionamento reciproco, connessi tra loro da reti di rapporti, che danno origine a collettivi che si muovono, agiscono, secondo leggi proprie, diverse da quelle del singolo individuo (Ferrari, Romano, 1999).

Per capire il funzionamento del mercato finanziario, quindi, non basta studiare la psicologia dell'individuo, ma occorre studiare la psicologia dei collettivi, comprendere gli aspetti relazionali che interagiscono al suo interno e ne determinano l'andamento, primo tra tutti l'Herding Behavior, fino ad ora sottostimati dalla Finanza Comportamentale tradizionale, maggioritaria.

Tutto questo oggi assume una particolare rilevanza, visto il ruolo dominante ricoperto nei mercati finanziari dalla figura professionale del promotore finanziario.

Inizialmente questa figura si presentava come un venditore di prodotti finanziari per conto terzi, il suo ruolo si limitava a fornire al cliente una serie di informazioni, alle quali il cliente difficilmente poteva accedere da solo, per effettuare scelte di investimento, la sua attività era, cioè, finalizzata esclusivamente alla vendita.

Oggi il promotore finanziario può essere considerato a pieno titolo una figura centrale e strategica nel mondo della finanza e dell'economia, in quanto gestisce il patrimonio e condiziona il comportamento finanziario della maggior parte dei risparmiatori. Egli movimentava una ingentissima massa di denaro e condiziona con il suo operato l'intero mercato finanziario. Si presenta come una sorta di intermediario tra il mercato finanziario e i prodotti finanziari in esso presenti, da una parte, e il cliente dall'altra; attraverso un rapporto diretto e *personalizzato* col cliente suggerisce soluzioni di risparmio gestito in relazione alla struttura organizzativa di riferimento (SAM). Il suo è oggi un ruolo istituzionale a tutti gli effetti (art. 31 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, T.U.F., e successive modifiche; direttiva 2004/39/CE).

Nel primo capitolo di questa tesi viene fornita una descrizione della Behavioral Finance partendo dalla presentazione dei paradigmi economici precedenti al suo sviluppo, cioè dalla Teoria dell'Utilità Attesa di von Neumann e Morgenstern ed in particolare dall'Efficient Market Hypothesis di Fama. Viene descritta l'evoluzione della Behavioral Finance e le critiche mosse all'Efficient Market Hypothesis, viene spiegata in dettaglio la Prospect Theory di Kahneman e Tversky ed i principali bias determinati dalle euristiche della rappresentatività, della disponibilità e dell'ancoraggio. Infine vengono illustrati i comportamenti irrazionali che caratterizzano gli individui a livello collettivo attraverso la Herding Behaviour e la Thought Contagion Theory e le conseguenti ricadute sui mercati finanziari, soprattutto nei periodi di crisi.

Nel secondo capitolo viene presentata la figura e l'attività del promotore finanziario. Dapprima vengono illustrate la genesi di questa figura e le normative vigenti che la regolamentano, viene posta una particolare attenzione alla descrizione del percorso formativo, dei requisiti richiesti e dei tratti di personalità che la caratterizzano.

Successivamente viene illustrata la consulenza finanziaria declinata secondo i paradigmi della psicologia economica e finanziaria. In particolare vengono descritte le fasi di costituzione del percorso di consulenza e, in modo più approfondito, i molteplici ruoli che il promotore finanziario ricopre con i relativi codici deontologici; tali ruoli sono: quello di intermediario tra mercato finanziario e cliente, quello di promotore finanziario dei prodotti delle società per cui lavora e quello di supporto psicologico al cliente.

Dati questi presupposti teorici, illustrati nel primo e nel secondo capitolo della tesi, ecco emergere l'obiettivo fondamentale che ci siamo prefissati con le nostre tre ricerche: studiare la figura del promotore finanziario e le sue relazioni all'interno del mercato finanziario, nelle diverse fasi di quiete e di turbolenza che questo attraversa periodicamente, secondo i principi della finanza comportamentale minoritaria.

Le tre ricerche di carattere esplorativo e descrittivo, qui di seguito illustrate, sono state svolte in un arco temporale che va da settembre 2012 a settembre 2015 e sono state condotte in collaborazione con prof. Luigi Ferrari del Dipartimento di Psicologia dell'Università Milano-Bicocca.

La prima ricerca ha indagato sia alcuni aspetti ritenuti importanti della gestione del cliente, quali la qualità del rapporto tra promotore finanziario e cliente, la fiducia nel futuro del promotore finanziario e la propensione al rischio del cliente, definite variabili psicologiche, sia le relazioni che possono intercorrere tra queste variabili e quelle più propriamente attinenti alla professione del promotore finanziario, definite variabili professionali. Essa si è sviluppata in un arco temporale piuttosto lungo, particolarmente significativo per l'economia mondiale, caratterizzato da una alternanza di turbolenze, ma concluso con segni di una ripresa abbastanza generalizzata.

La seconda ha indagato le relazioni sviluppate dal promotore finanziario non solo con i clienti, ma soprattutto con i colleghi, con gli esperti e con le SAM; nello specifico ha analizzato, oltre all'importanza del ruolo ricoperto dalle relazioni, in particolare il comportamento gregario, sia di tipo imitativo che conformista, all'interno del mercato finanziario, in periodi di quiete e in periodi di turbolenza.

La terza ha indagato gli stessi elementi studiati nella prima e nella seconda ricerca, ma focalizzandoli in un periodo di crisi specifico, quello generato dal panico borsistico conseguente al crollo della Borsa di Shanghai nell'agosto 2015. Essa infatti è stata sviluppata proprio a ridosso di questa crisi.

Capitolo 1. La Finanza Comportamentale.

1. Dalla teoria classica alla Finanza Comportamentale.

La Behavioral Finance è una scienza economica che si sviluppa a partire da un ambito disciplinare più ampio, la Behavioral Economic. Essa si fonda su un approccio di studio interdisciplinare, in cui l'economia e la psicologia cognitiva si intersecano al fine di spiegare le decisioni economiche attraverso il metodo sperimentale. L'intento della Behavioral Economic è incrementare il potere esplicativo e il realismo dell'economia tramite l'introduzione di solidi fondamenti psicologici (Camerer, Loewenstein, 2002; Basili, Zappia, 2008).

Con il termine Finanza Comportamentale, o Behavioral Finance, si intende quindi un approccio alla finanza che prende le distanze dal modello tradizionale e in particolare dall'Efficient Market Hypothesis (Fama, 1970), che è stata per decenni il paradigma di riferimento.

Questo nuovo approccio ha come obiettivo una migliore comprensione dell'andamento dei mercati finanziari attraverso l'inclusione nei propri modelli di diverse prospettive di analisi, prima fra tutte quella psicologica, che mostra come i fattori emotivi e cognitivi possano influenzare le scelte d'investimento degli individui. Infatti questi ultimi non sempre sembrano comportarsi in modo perfettamente razionale, anzi spesso agiscono violando gli assunti della Teoria dell'Utilità Attesa. La Behavioral Finance segna quindi l'incontro del mondo della finanza con la psicologia, le scienze cognitive e il decision making.

Nonostante possa sembrare un po' azzardato cercare di affiancare discipline così diverse fra loro e concepite per lungo periodo in modo antitetico, ad un'analisi più attenta non si può non prendere in considerazione il fatto che il grandissimo numero di contrattazioni e negoziazioni che avvengono quotidianamente nei mercati finanziari siano il frutto di decisioni prese da individui, che si differenziano tra loro per il diverso atteggiamento psicologico assunto rispetto al rischio, alla disponibilità di informazioni e alle risorse finanziarie, ma che interagiscono tutti all'interno di uno stesso specifico ambiente, che è il mercato finanziario.

Al contrario dei modelli classici, che riducono l'analisi delle scelte degli individui a mere ipotesi standard di studio, l'approccio comportamentale pone l'individuo stesso come oggetto centrale d'analisi, e solo egli, con il suo peculiare comportamento, costituisce l'ultima vera spiegazione dei fenomeni di mercato finanziario. Il vero limite della finanza classica sta proprio nel suo assunto di base, che porta a considerare gli individui come attori perfettamente razionali, con un'elevata conoscenza della struttura dell'economia e del mercato finanziario.

Tale visione, da molti considerata eccessivamente semplicistica, ha portato alla nascita della Finanza Comportamentale come approccio in grado di fornire una visione più unitaria e complessa del mondo della finanza reale. Il comportamento dell'investitore economico "medio" appare infatti viziato da una serie di errori cognitivi, chiamati bias, che lo portano ad effettuare operazioni di trading poco accorte che, di conseguenza, gli procurano rendimenti inferiori alla media.

Oggi nella Finanza Comportamentale si evidenziano due prospettive: la prima che si incentra sull'individualismo metodologico, la seconda che si incentra sul collettivismo psicologico.

La prima, ampiamente collaudata e dai risultati pienamente condivisi, ha il merito di aver posto l'attenzione sull'uomo reale, con i suoi bias, e non sull'homo oeconomicus, ipotizzato dalla finanza classica, che nella realtà non esiste.

La seconda, ancora in fase di sviluppo, si pone l'obiettivo di spiegare le dinamiche interne del mercato finanziario, in particolare l'alternarsi di fenomeni di euforia e panico, in grado di condizionare gli equilibri del mercato finanziario stesso.

Si è arrivati così a definire nuove caratteristiche del mercato finanziario, che non può più essere considerato come un ente formato da tanti individui singoli, slegati tra loro nel processo decisionale, per cui basta conoscere e correggere i loro bias per regolamentare il mercato finanziario, bensì come un organismo complesso, formato da tanti elementi interconnessi tra loro e dipendenti da fenomeni imitativi e di condizionamento reciproco, regolato da leggi proprie, diverse da quelle che regolano il comportamento individuale preso a se stante.

E' importante sottolineare che le due modalità fondamentali di approccio alla finanza, la teoria classica e quella comportamentale, spesso considerate antitetiche, in realtà non sono del tutto in opposizione, ma si completano a vicenda, in quanto si occupano di aspetti diversi dei processi decisionali. Infatti, è proprio in base a come gli studiosi si sono posti nei confronti del concetto di decisione legato a quello di razionalità che si sono individuati i due indirizzi succitati: l'approccio normativo della finanza classica, che fa riferimento al modello teorico dell'Utilità Attesa (von Neuman e Morgenstern, 1947) e l'approccio descrittivo della Finanza Comportamentale, che fa riferimento al modello teorico della Prospect Theory (Kahneman, Tversky, 1979).

1.1 Il modello tradizionale.

La Finanza è la disciplina economica che studia i processi con cui individui, imprese, enti, organizzazioni gestiscono i flussi monetari nel tempo.

Per comprendere la Finanza Comportamentale è necessario ripercorrere le principali teorie e i modelli fondamentali di economia e finanza che hanno segnato la storia di questa ampia branca di studi.

La teoria della finanza è una disciplina piuttosto recente, che nasce molti secoli dopo rispetto alla scienza economica, la cui origine viene comunemente fatta risalire agli inizi del XVII secolo. Tra i contributi pionieristici in argomento finanziario troviamo sicuramente il lavoro di L. Bachelier agli inizi del '900, che però restò ignorato dalla maggior parte della comunità scientifica, nonostante affermasse molti concetti oggi comunemente accettati dagli studiosi di finanza (come il movimento di random walk, quello browniano ecc.). Sempre a questo periodo possiamo far risalire altri importanti contributi scientifici quali quelli degli economisti I. Fisher e J. M. Keynes (1936). Tuttavia si deve aspettare la seconda metà del XX secolo per poter rintracciare i primi contributi che possono essere ricondotti alla cosiddetta Finanza moderna o Finanza Tradizionale. Questa nuova branca dell'economia, basata soprattutto sull'impostazione neoclassica, si impose rapidamente negli ambienti accademici e le sue leggi vennero prontamente adottate con successo negli ambiti professionali¹.

¹ I pilastri della finanza moderna possono essere identificati nei seguenti quattro principi:

1. i teoremi di Modigliani e di Miller, che dimostrano come, sotto determinate assunzioni, la struttura finanziaria aziendale non abbia effetti sul valore dell'impresa e sul costo o sulla disponibilità di capitale;
2. la Teoria delle Scelte di Portafoglio di Markowitz, fondata a partire dai contributi di James Tobin, che delinea il modello di scelta di un operatore razionale e asserisce che i parametri rilevanti per l'agente sono essenzialmente il rischio associato all'investimento e il rendimento atteso;
3. il Capital Asset Pricing Model (CAPM) di Sharpe, Black e Lintner, elaborato agli inizi degli anni '60, considerato ancora oggi il principale metodo di determinazione del prezzo delle attività finanziarie;
4. l'Opinion-pricing Theory di Black, Scholes e Merton, famoso modello di valutazione del prezzo delle azioni elaborato nel 1973, che valse il Premio Nobel agli autori nel 1997.

Per avere una visione completa della finanza moderna è necessario tenere presente i seguenti quattro punti fondamentali:

- l'Arbitrage Pricing Theory, elaborata da Stephen Ross nel 1976, considerato uno dei più importanti modelli di determinazione del prezzo dei titoli ed una valida alternativa al CAPM. Questo approccio si basa sul concetto di "arbitraggio", inteso come un investimento che offre profitto senza rischio e a costi nulli (tale concetto verrà spiegato nello specifico più avanti, nel paragrafo dedicato all'Efficient Market Hypothesis);
- l'Ipotesi delle Aspettative Razionali, formulata da Muth nel 1961 e rielaborata da Lucas e Sargent, che afferma che nella formulazione di aspettative su valori futuri, gli attori utilizzano tutte le informazioni di cui possono disporre;
- la Teoria dell'Utilità Attesa sistematizzata nel 1947 da von Neumann e Morgenstern e ripresa nel 1954 da Savage, a lungo considerata il modello principale alla base del comportamento economico. Secondo questa prospettiva, l'operatore può calcolare l'utilità attesa di ogni alternativa a sua disposizione, moltiplicando la probabilità che essa si verifichi per l'utilità ad essa associate;
- l'Efficient Market Hypothesis elaborata da E. Fama (1970), che costituisce la pietra miliare della finanza moderna.

Queste ultime due punti verranno presentate in maniera approfondita nei prossimi paragrafi.

1.2 Teoria dell'Utilità Attesa.

Sotto la definizione di "Teoria della Decisione Classica" si identificano solitamente teorie normative² basate su modelli di tipo matematico. Fondamentale per questi modelli è l'assunzione della razionalità come caratteristica di base dei comportamenti degli individui.

Obiettivo dell'approccio logico-normativo (von Neumann e Morgenstern, 1947; Savage, 1954), è l'individuazione di formalismi per definire le scelte, per poter poi circoscrivere quelle che, rispettando un certo numero di assiomi, possono essere definite scelte razionali, intese come "logiche", o "internamente coerenti". Adattando opportunamente questi assiomi e criteri di scelta a un dato contesto, ad esempio un modello formale di interazioni tra agenti economici,

² Con Modelli Normativi si intendono modelli fondati su una prospettiva puramente normativa, nel senso che tentano di fornire una norma di condotta razionale per descrivere come il "decisore ideale" si comporta per effettuare una scelta. Sono contrapposti e allo stesso tempo complementari ai Modelli Descrittivi che tentano di descrivere come un individuo prenderebbe una decisione (Franzosi, 2010).

le scelte razionali risultano essere quelle “ottimali” o “vantaggiose” per l’agente che le adotta in quel contesto. E opportuno qui notare la differenza nell’uso del termine “razionalità”: nel primo senso, più astratto, è razionale una scelta internamente coerente, logica; nel secondo senso, applicato ad un qualche contesto, per quanto formalizzato, questa razionalità, o logicità, diventa anche un vantaggio per l’agente rispetto ad altri agenti, che adottano scelte “illogiche”.

Secondo questi autori gli operatori economici scelgono sempre le alternative che offrono un grado di utilità più elevato, cioè le opzioni che offrono in assoluto i guadagni più alti e le perdite più contenute. Tali decisioni scaturirebbero da un’elaborazione algebrica di una serie di informazioni possedute e sarebbero delle scelte ottimali, in quanto condotte secondo una “razionalità economica”.

La Teoria della Decisione Classica ha avuto grande successo, poiché rende molto semplice la modellizzazione matematica del processo decisionale. L’applicazione dell’approccio normativo a modelli formali di alcuni tipi di interazioni, spesso interazioni economiche tra agenti, suggerisce infatti che, se almeno alcuni agenti decisori si atterranno a scelte logiche, “sfruttando” a loro vantaggio le eventuali illogicità di altri decisori, i primi domineranno rapidamente i secondi: il mercato finanziario nel suo complesso tenderà ad essere efficiente (Fama, 1970) e a stabilizzarsi su punti di equilibrio, dove tutti i decisori tenderanno ad essere razionali, con la conseguente rapida espulsione dal mercato finanziario di quelli irrazionali.

Nonostante quindi le difficoltà nel prevedere le scelte a livello dei singoli decisori, la dinamica e i risultati in forma aggregata delle scelte individuali o istituzioni, alcune delle quali dotate di razionalità, possono essere descritte e previste da modelli formali, che incorporano alcuni assiomi di razionalità. La bontà dei modelli che ne scaturiscono deve essere valutata non tanto rispetto a quanto bene gli assiomi e le regole che denotano un agente descrivano le procedure consapevoli con cui gli individui compiono le loro scelte in situazioni reali, ma piuttosto considerando quanto i fenomeni che emergono dall’interazione di molti agenti si avvicinano, per qualità, ai fenomeni macroscopici che sembrano emergere dal comportamento aggregato di molti decisori reali in interazione in uno specifico contesto. Per questa ragione e in questo senso, i modelli di questo tipo non possono essere considerati “descrittivi”.

Tornando a considerare come punto di riferimento il singolo agente decisore, secondo l’approccio normativo l’homo oeconomicus è dotato di un ben definito ordine di preferenze stabili sulle alternative a sua disposizione, è inoltre in grado di formulare delle aspettative

probabilistiche sugli stati del mondo e sugli effetti delle sue azioni e, infine, di elaborare l'informazione a disposizione secondo le leggi del calcolo della probabilità (Bernoulli, 1738; von Neumann e Morgenstern, 1947).

Qualsiasi individuo si trova ogni giorno a dover effettuare delle scelte, sia in condizioni di certezza, fra corsi d'azione alternativi, che comportano comunque un esito sicuro,, che di incertezza ,in cui le conseguenze di almeno una delle alternative a disposizione non sono sicure, ma legate a gradi di probabilità più o meno definiti , dette rispettivamente scelte "rischiose", cioè fondatamente trattabili con il calcolo, o "incerte in senso proprio", non confrontabili numericamente né ordinabili in termini di probabilità di accadimento.

Secondo von Neumann e Morgenstern, in condizioni di incertezza, l'homo oeconomicus è un massimizzatore dell'utilità attesa: la Teoria dell'Utilità Attesa (von Neumann e Morgenstern, 1947), sviluppata in seguito da Savage con la Teoria dell'Utilità Attesa Soggettiva (Savage, 1954) costituisce il fondamento storico di questo approccio. Successivamente, ad essa si è affiancata la formulazione di Ramsey e De Finetti, che ha preso il nome di "posizione soggettivista".

La nozione di "utilità" è associata a un'altra nozione, quella di "valore atteso". Il valore è una misura assoluta e oggettiva, mentre l'utilità è una misura relativa, che può anche essere soggettiva associata a un valore. Il valore atteso di un'opzione di scelta è infatti la somma dei valori di tutti i suoi possibili esiti, ottenuta ponderandoli per le probabilità cui sono associati.

In seguito ad una serie di considerazioni relative al concetto di valore atteso molti studiosi iniziarono a riflettere sul fatto che la massimizzazione del valore atteso non potesse costituire l'unica regola decisionale in grado di guidare il comportamento umano razionale. Occorreva considerare non solo il valore oggettivo associato agli esiti di una scelta, ma anche il valore personale, attribuito dal decisore, in un determinato contesto, a quegli stessi esiti. Il concetto di valore atteso fu affiancato da quello di utilità attesa.

Uno dei primi autori che trattò la questione fu, già nel 1738, il matematico Daniel Bernoulli: egli applicò per la prima volta l'approccio psicofisico al processo decisionale. La formulazione teorica di Bernoulli nasce dal tentativo di spiegare la preferenza per opzioni sicure rispetto ad opzioni rischiose, anche se connotate da un'attesa matematica più elevata. Bernoulli ipotizzò che le persone valutassero le opzioni di scelta non in base all'attesa dei loro risultati matematici, ma in base all'attesa del valore soggettivo, o utilità, attribuito ai risultati. Egli

propose l'utilizzo di una funzione di utilità, intesa come misura della soddisfazione o, come la chiamava, lui "felicitazione morale", associata agli esiti monetari di una scelta, e ipotizzò per questa un andamento logaritmico:

$$U(v) = \ln(v)$$

dove U è l'utilità, mentre v è il valore oggettivo di una somma di denaro; l'utilità viene calcolata sommando i logaritmi delle vincite, ponderati per le rispettive probabilità. Bernoulli ipotizzò quindi che "l'appetibilità" delle vincite crescesse con l'aumentare della cifra, ma con il logaritmo, ossia a tasso calante. Questo altro non è che il principio dell'utilità marginale decrescente applicato alle vincite.

La proposta di Bernoulli fu oggetto di varie critiche: il modello mal si applicava a esiti non monetari, esso non consentiva di cogliere facilmente il fatto che l'atteggiamento verso il rischio, cioè il grado di risk aversion, e quindi l'andamento decrementale dell'utilità al margine, potesse variare in contesti diversi e tra agenti diversi, infine appariva discutibile che la funzione di utilità fosse proprio logaritmica e non potesse assumere un diverso andamento.

Due secoli dopo Bernoulli, furono von Neumann e Morgenstern a dare forma compiuta e matura alla Teoria dell'Utilità Attesa, nella loro opera fondamentale "Theory of Games and Economic Behavior" (1947).

La teoria si fonda su una serie di assiomi logico-matematici che sono alla base del comportamento decisionale degli agenti economici. La massimizzazione dell'utilità attesa è il criterio razionale nella scelta tra una serie di alternative rischiose, in quanto inserite in un contesto decisionale caratterizzato dall'incertezza, ma con gradi di probabilità ben definiti. Alla base vi è l'idea che un agente, di fronte ad una decisione da prendere, sia sempre in grado di esprimere preferenza tra uno stato e un altro e, nello stesso tempo, riesca sempre a stabilire un ordinamento di preferenze tra le diverse combinazioni probabilistiche di tali stati.

La teoria di von Neumann e Morgenstern prevede che la funzione di utilità possa variare tra i diversi agenti economici sia in base all'atteggiamento verso il rischio, sia in base al tipo di ambito in cui occorre operare la scelta. In questo modo è possibile convertire in utilità le caratteristiche, in termini di valore e probabilità, di un'opzione. A sua volta, la funzione di utilità è razionale, nel senso di internamente coerente, se rispetta alcuni principi o assiomi. Questi "criteri di coerenza interna" non pongono richieste eccessive o irrealistiche ai decisori, anzi sono molto tolleranti e "ragionevoli". Nonostante ciò, la razionalità, prevista dalla teoria

come caratteristica del modo di operare degli agenti economici, non sempre si manifesta, anzi tende talvolta ad allontanarsi dal comportamento effettivo degli individui messi a confronto con scelte specifiche.

I principali criteri di coerenza sono:

- assioma della transitività: se in una scelta un agente preferisce un esito A ad un esito B e un esito B ad un esito C, allora necessariamente dovrà preferire l'esito A all'esito C;
- assioma della dominanza: se in una scelta l'alternativa A è preferita all'alternativa B in tutte le configurazioni possibili, allora A sarà necessariamente preferita a B a prescindere dalla configurazione presente;
- assioma dell'invarianza: l'ordine delle preferenze tra opzioni di scelta non varia a seconda del modo in cui sono presentate, ossia la presentazione del problema decisionale non ha alcun effetto sull'ordinamento delle preferenze;
- assioma dell'indipendenza: l'ordine delle preferenze tra opzioni di scelta è indipendente dalle alternative irrilevanti, ossia se si preferisce A a B, tale preferenza non si modificherà, qualunque siano le alternative identiche e irrilevanti aggiunte sia ad A che a B.

Se le preferenze di un agente saranno coerenti con questi principi di razionalità, allora sarà possibile identificare una sua funzione di utilità $U(x)$ monotona, crescente e continua, che assegni dei valori numerici alle preferenze, tale per cui se l'opzione A è preferita all'opzione B, allora la funzione di utilità di A sarà maggiore dell'utilità di B. Una volta determinata la funzione di utilità, gli agenti sceglieranno l'opzione che massimizza l'utilità attesa, cioè la somma delle utilità associate ad ogni esito ponderate dalle loro probabilità.

La funzione di utilità quando è internamente coerente, cioè razionale, può assumere diverse forme: lineare, concava, o convessa, a seconda della posizione del decisore nei confronti del rischio. La funzione sarà lineare se l'agente è neutrale verso il rischio, sarà quindi direttamente proporzionale al valore oggettivo atteso. Sarà concava per un agente avverso al rischio: tra un'alternativa certa o meno rischiosa ed una più rischiosa, l'agente mostra un'utilità maggiore per quella meno rischiosa, a parità di valore atteso. Infine, sarà convessa se l'agente è propenso a rischiare, cioè a parità di valore atteso, preferisce alternative più rischiose ad alternative certe o meno rischiose.

Mentre von Neumann e Morgenstern si occuparono essenzialmente di problemi di scelta in condizioni di rischio, cioè quando si è a conoscenza delle probabilità oggettive di tutti i possibili esiti, Savage si soffermò, con la sua Teoria dell'Utilità Attesa Soggettiva (1954), sui problemi decisionali in condizioni di "incertezza in senso proprio", quando cioè le probabilità oggettive degli esiti possibili non sono note: la principale differenza tra le due teorie consiste proprio nell'introduzione del concetto di "probabilità soggettiva".

Savage nota che in molti casi anche i valori di probabilità associati agli esiti non sono "oggettivamente dati", ma sono il risultato di gradi di fiducia. Le probabilità che intervengono nel calcolo dell'utilità attesa devono quindi essere considerate come espressioni numeriche della fiducia che un agente ha verso l'avverarsi di uno specifico esito.

Questa nuova procedura, comunemente chiamata posizione soggettivista, era stata già introdotta da Ramsey (1931) e poi ripresa da De Finetti (1970).

Secondo questi due autori ogni individuo, quando accetta il rischio di una perdita, "puntando" sul verificarsi di eventi con conseguenze e vantaggi diversi, attribuisce implicitamente loro differenti livelli di fiducia, cioè di credenza nel loro manifestarsi.

Il procedimento soggettivista non richiede dunque indagini dirette e introspettive, ma si basa piuttosto sulla convinzione che spinge ad accettare o a respingere un gioco aleatorio contro un gioco equivalente ma certo. La posizione soggettivista rifiuta la concezione induttivista, che concepisce la probabilità come data dalle frequenze relative dell'evento: l'attribuzione di probabilità consiste nella mera quantità di fiducia che un individuo è disposto ad attribuire al verificarsi di un evento.

Tuttavia la posizione soggettivista, che vuole essere una teoria delle convinzioni soggettive, le considera pur sempre razionali. Si tratta, quindi, di una teoria normativa, che offre delle regole per evitare che, sulla base delle proprie convinzioni, il decisore formuli delle valutazioni contraddittorie e contrarie ai suoi interessi. Ramsey è convinto che gli agenti, in contesti come quello economico, non possano facilmente sottrarsi alle regole della razionalità.

1.2.1. Critiche.

La visione dell'uomo che sembrava scaturire dalla Teoria della Decisione Classica sollevò, sin dagli anni '50, non poche critiche e contestazioni, prime fra tutti quelle relative alla mancanza di evidenza empirica degli assiomi che costituiscono la base di questo modello di razionalità.

Fu sull'onda di queste critiche che la ricerca sulla decisione conobbe, nei decenni successivi, alcuni sviluppi inattesi e fruttuosi.

Nonostante il modello normativo resti un fondamentale metro di paragone della razionalità delle scelte umane in ambiti professionali, nel corso del tempo si notò che non era in grado di predire la direzione di alcune di tali scelte (Shafir e LeBoeuf, 2002). Non solo le singole decisioni degli individui, ma neppure gli esiti aggregati di molte decisioni umane in interazione si erano mostrati sempre in accordo con quanto previsto dai criteri di razionalità di von Neumann e Morgenstern, come evidenziato dai frequenti comportamenti "irrazionali" negli andamenti di borsa (Montier, 2007; Galbraith, 2004).

Appariva ormai inevitabile individuare dei modelli che fossero maggiormente in grado di catturare i principali fattori che caratterizzano non solo la scelta "ideale", ma anche, e soprattutto, la scelta umana così come essa effettivamente si svolge.

La psicologia cognitiva cominciò a interessarsi allo studio della decisione, cercando di contribuire ad accrescere la predittività dei modelli basati sulle teorie normative, grazie all'introduzione di alcuni fattori umani che influenzano le scelte, indagati empiricamente.

Già negli anni '50 alcuni economisti avevano sollevato dubbi sulla verosimiglianza psicologica del modello normativo di razionalità, evidenziando alcune incongruenze tra gli assiomi della razionalità e le scelte o preferenze "reali". Rimandiamo, per esempio, al paradosso di Allais (1953), che dimostra la violazione del principio di indipendenza. Più o meno negli stessi anni, alcuni appunti alla plausibilità psicologica del modello normativo di razionalità giunsero dal lavoro di Herbert Simon.

Per Simon, l'attività cognitiva dei singoli decisori è caratterizzata da "razionalità limitata": esistono numerosi limiti, non solo cognitivi, ma anche culturali, emotivi e sociali, che si esprimono di fatto nell'incertezza e nell'ambiguità dei criteri cui attenersi nel prendere decisioni (Simon, 1957, 1982).

La nostra razionalità è “limitata” nel senso che:

- siamo limitati nella capacità di ricercare tutte le informazioni rilevanti per la nostra scelta;
- abbiamo dei limiti nella possibilità di processare tali informazioni in modo parallelo, attribuendo a ciascuna di esse un valore in termini di utilità;
- il tempo a disposizione per effettuare la scelta è limitato.

Molto spesso inoltre, fa notare Simon, nei contesti decisionali giocano un ruolo non trascurabile fattori come la complessità dei problemi e la disponibilità di un numero ridotto di informazioni e di esperienze precedenti. In queste condizioni i decisori sono portati a ricercare esiti “soddisfacenti” rispetto a determinati livelli di aspirazione, invece di perseguire risultati ritenuti ottimali. Se l’agente razionale ottimizza l’utilità attesa, l’individuo reale spesso non lo fa, accontentandosi di opzioni che siano almeno apparentemente accettabili alla luce delle poche informazioni, del poco tempo e delle limitate risorse di elaborazione che ha a disposizione.

Sull’onda della teoria di Simon si sono moltiplicate le ricerche che hanno dimostrato come l’atteggiamento soggettivo nei confronti del denaro è spesso tutt’altro che razionale ed è soggetto alle stesse ambivalenze di giudizio, alle stesse influenze e agli stessi errori che incidono sugli altri aspetti della vita di ogni persona; ovviamente a queste sono soggetti anche tutti quegli individui che, per esperienza e specializzazione, hanno fatto della gestione del denaro la loro attività lavorativa. Tali “distorsioni” cognitive hanno un inevitabile effetto, inoltre, sui mercati finanziari, il cui andamento è sempre meno casuale e risente sempre più spesso del poco razionale comportamento umano.

1.3 L’Efficient Market Hypothesis.

Insieme alla Teoria dell’Utilità Attesa, l’Efficient Market Hypothesis (EHM) è considerato uno dei paradigmi più importanti tra le teorie finanziarie classiche.

Inizialmente postulata da Fama negli anni ’60 del secolo scorso, mentre lavorava presso l’Università di Chicago, la teoria si basa sul concetto di “mercato efficiente”, ovvero un mercato finanziario dove è presente un ampio numero di agenti razionali, massimizzatori del profitto, che tentano di predire i valori di mercato finanziario futuri dei loro titoli basandosi su informazioni accessibili in ogni momento a tutti gli investitori.

In un mercato finanziario efficiente la competizione tra investitori razionali porta ad una situazione dove, in ogni momento, i prezzi attuali dei titoli scontano gli effetti delle informazioni basate su eventi passati, come le serie storiche dei prezzi, presenti e futuri. In pratica, in un mercato finanziario efficiente, in qualsiasi momento il prezzo attuale di un titolo è un buon indicatore del suo valore intrinseco, perché riflette completamente e in modo corretto tutte le informazioni disponibili; si tratta quindi di mercati finanziari in cui veramente la domanda e l'offerta si incontrano liberamente senza ostacoli. Tale ipotesi sostiene che i mercati finanziari del mondo reale godono di questa proprietà.

All'interno di questi mercati finanziari esistono però differenze tra gli investitori nella capacità di agire nel mercato finanziario, in quanto alcuni sono più efficienti di altri nel procurarsi le notizie necessarie alla presa di decisioni; tra loro ci sarà anche chi, sistematicamente non avrà accesso alle informazioni e perciò sarà sempre svantaggiato.

L'Efficient Market Hypothesis postula che il mercato finanziario è fatto in modo che se esistono dei soggetti che sistematicamente non hanno accesso alle informazioni, allora questi incorreranno sistematicamente in perdite e quindi usciranno dal mercato finanziario: si parla di darwinismo finanziario. I mercati finanziari sono "efficienti" dunque anche nel senso che, liberandosi degli operatori economici più incapaci, conservano al loro interno una popolazione di investitori che non differisce troppo per accesso alle risorse e capacità di elaborazione.

Date queste caratteristiche, ne consegue che:

- in un mercato finanziario ben organizzato nessun soggetto può fare sovrapprofitti sistematici;
- sono accettabili alterazioni della razionalità solo momentanee;
- le variabili psicologiche sono di ridottissima importanza, poiché se fossero così rilevanti da influire sui comportamenti degli individui, provocherebbero la loro uscita dal mercato finanziario.

Tale ipotesi, formalizzata ufficialmente nel 1970 con l'articolo di E. F. Fama "Efficient Capital Markets: a review theory and empirical works" sul Journal of Finance, diventa l'ipotesi centrale e dominante della finanza per circa trent'anni.

1.3.1. Aspetti teorici.

L'Efficient Market Hypothesis dal punto di vista teorico si fonda su tre argomentazioni: innanzitutto, si ipotizza che gli investitori siano razionali e quindi valutino razionalmente i titoli, il loro valore, in secondo luogo, dal momento che viene riconosciuta la non razionalità di alcuni investitori, si ritiene che i loro scambi siano casuali e si cancellino vicendevolmente senza intaccare i prezzi dei titoli, infine, anche posto che gli investitori irrazionali spesso agiscano in modo simile, non casuale quindi, essi incontrano nel mercato finanziario gli arbitraggisti razionali, che ne eliminano l'influenza sui prezzi (Shleifer, 2000; Rau, 2010). L'irrazionalità di alcuni agenti, dunque, non va ad inficiare la globale efficienza del mercato finanziario. La razionalità qui, nel complesso, è resa un comportamento obbligato dalla corretta organizzazione del mercato finanziario: chi non è razionale, soccombe.

La razionalità.

La dimensione della razionalità acquisisce in questa prospettiva una posizione essenziale, riferita sia all'investitore sia al mercato finanziario, e riflette una tendenza più ampia.

Inizialmente, in diverse discipline si è sostenuto che l'individuo fosse in grado di esibire una razionalità generale nella presa di decisione scevra dall'emotività, vista come un impedimento; a lungo ha dominato l'idea dell'esistenza e della possibilità di una razionalità pressoché pura.

Solo in seguito, a distanza di anni, molti inizieranno a sostenere che l'emotività, lungi dall'essere un fattore negativo, che interviene disturbando un processo, è parte stessa del decision making. Si noterà che sostanzialmente, l'aspetto emotivo dell'individuo va ad intrecciarsi a quello razionale, o meglio analitico, proprio nel momento in cui ci si trova ad operare una scelta e che quindi c'è interazione tra i due (Slovic, Finucane, Peters et al., 2002). Inoltre si verificherà che nella presa di decisione influisce sul comportamento anche il contesto sociale in cui si vive e si opera (Jeffrey, 2010), per cui è bene che il processo decisionale sia visto come un insieme di legami reciproci tra diverse dimensioni, che si influenzano a vicenda nel formarne una unica ed hanno pari dignità di esistenza, di responsabilità.

Secondo l'Efficient Market Hypothesis la persona razionale considera tutte le informazioni disponibili prima di operare una scelta che, di conseguenza, si configura come la migliore, la più equilibrata possibile. In termini finanziari, l'investitore valuta ogni titolo per il suo valore fondamentale; quando arriva una nuova informazione su di un titolo gli investitori rispondono velocemente, provocando un effetto sul prezzo, che è coerente con il valore, positivo o

negativo, della notizia. Si può affermare che i prezzi dei titoli incorporino all'istante tutta l'informazione disponibile, aggiustandosi subito a nuovi e corretti livelli.

In sostanza, qui il significato della razionalità viene declinato in due modi (Barberis, Thaler, 2003). Innanzitutto, all'arrivo di una nuova notizia le persone rivedono e aggiornano le proprie credenze secondo la legge di Bayes. In secondo luogo, gli individui razionali fanno scelte normativamente accettabili, cioè conformi alla Teoria dell'Utilità Attesa di von Neumann e Morgenstern. In condizioni di incertezza si fa riferimento alla rielaborazione di Savage, che propone la Teoria dell'Utilità Attesa soggettiva, secondo la quale la probabilità assegnata agli eventi non è oggettiva, ma riflette piuttosto un grado di credenza individuale, per cui si utilizza il termine "soggettiva".

In poche parole, con la pretesa di razionalità si dipinge quello che è stato chiamato homo oeconomicus; esso prende decisioni perfettamente razionali, applica una potenza di elaborazione illimitata a qualsiasi informazione disponibile e sostiene le preferenze meglio descritte dalla Teoria dell'Utilità Attesa (Bloomfield, Anderson 2010).

Casualità e random walks.

Il concetto di casualità è importante nella prospettiva qui presa in considerazione e lo ritroviamo riferito a diversi aspetti, come l'andamento degli scambi e dell'arrivo delle notizie. A tal proposito si parla di random walks: con questo termine si intende che i prezzi dei titoli evolvono nel tempo casualmente, quindi il prezzo in un dato momento non dipende dal prezzo proprio del momento precedente (Ferrari, Romano, 1999). Per l'Efficient Market Hypothesis, essendo il prezzo legato all'informazione, si può dire che l'informazione stessa, il suo flusso, sia casuale. In un mercato finanziario efficiente gli investitori adeguano subito le proprie aspettative e transazioni al flusso random di informazioni in arrivo. Possiamo specificare che le informazioni possono essere randomizzate nel senso del periodo di arrivo, della fonte, della frequenza e della rilevanza per il mercato finanziario.

L'arbitraggio.

Pur essendo concettualmente fondamentale la questione della razionalità, in realtà a tenere in vita l'Efficient Market Hypothesis è più propriamente l'arbitraggio. Esso è un modo d'agire proprio degli attori di mercato razionali e si definisce come: simultaneo acquisto e vendita di uno stesso titolo, o di uno essenzialmente simile, in due mercati finanziari diversi a prezzi diversi (Shleifer, 2000). In altre parole, nel momento in cui il prezzo di un titolo si allontana dal

suo giusto valore a causa dell'operato correlato di agenti irrazionali, l'investitore razionale, che se ne accorge, vende o acquista, a seconda che la situazione sia di sovrapprezzo o sottoprezzo, quel titolo, e contemporaneamente ne acquista/vende un altro sostanzialmente con le stesse caratteristiche, un sostituto quindi, ma al suo giusto valore. Questo meccanismo permette il ritorno del titolo al valore fondamentale, dunque porta efficienza nel mercato finanziario. Inoltre, se ben fatta, l'operazione implica un guadagno per l'arbitraggista perché, ponendo il caso di un sovrapprezzo, ha venduto un titolo ad un certo prezzo e ne ha comprato un altro simile ad un prezzo inferiore.

Nel presente quadro si presuppone che un investitore irrazionale invece abbia dei ritorni bassi, perda denaro e a lungo andare scompaia necessariamente dal mercato finanziario.

L'efficienza del mercato finanziario, quindi, è dovuta all'arbitraggio e alla selezione competitiva. Il meccanismo dell'arbitraggio è ciò che di fatto sostiene l'Efficient Market Hypothesis perché è quello che interviene quando gli altri due presupposti della teoria: razionalità degli investitori e casualità degli scambi, vengono meno.

1.3.2. Aspetti empirici.

Il ruolo delle notizie.

Il ruolo giocato dalle notizie è un aspetto di primo piano nella Efficient Market Hypothesis. L'arrivo di una notizia riguardante il valore di un titolo è un fenomeno che porta cambiamento nell'assetto dello stesso, poiché ne influenza il prezzo, facendolo salire o scendere a seconda del fatto che sia positiva o negativa. Nell'ambito della Efficient Market Hypothesis si evidenziano due punti fondamentali (Shleifer, 2000). Innanzitutto, all'irrompere della notizia corrisponde una reazione del prezzo, con incorporazione veloce e corretta della stessa: con veloce si intende che chi riceve tardi l'informazione non ne trae profitto, con corretta si sottolinea che l'aggiustamento del prezzo è accurato, cioè non ci sono sovra-reazioni o sotto-reazioni. In secondo luogo, in assenza di notizia non può esserci variazione di prezzo.

Si può quindi ritenere che il mercato finanziario efficiente si basa sull'utilizzo di informazioni "rilevanti". Per informazioni rilevanti si intendono qualsiasi genere di informazioni passate, relative a un titolo e al suo andamento o circa la compagnia a cui esso si riferisce, sia pubbliche che private.

Sulla base del tipo di informazioni considerate rilevanti dal mercato finanziario, Ferrari e Romano in *Mente e Denaro* (1999) delineano tre concezioni storiche di mercato finanziario efficiente: forte, semi-forte e debole.

Esse differiscono sostanzialmente per il tipo di informazione che si pensa incorporato dal mercato finanziario.

Efficienza in forma forte.

Nella forma forte il mercato finanziario incorpora tutti i tipi di informazioni rilevanti: quelle contenute nelle serie storica dei prezzi, quelle pubbliche e quelle private. Ne consegue che nessun agente, nemmeno un insider trader, cioè un investitore che per la sua posizione interna ad un'azienda che ha emesso titoli è in possesso di informazioni "riservate" non di pubblico dominio, che possono quindi avvantaggiarlo nelle operazioni di compravendita, determinando un'asimmetria informativa, può fare previsioni, speculare e avere un vantaggio sistematico sugli altri investitori, poiché non è possibile attuare nessuna strategia che fornisca un rendimento atteso superiore a quello di mercato finanziario.

Efficienza in forma semi-forte.

Nella forma semi-forte, il mercato finanziario incorpora tutte le informazioni provenienti dalle serie storiche dei prezzi e le informazioni pubbliche. Quindi l'utilizzo delle informazioni relative a prezzi, quantità passate e informazioni pubblicate non permette di ottenere un extra profitto.

Efficienza in forma debole.

Infine, nella forma debole, il prezzo di un titolo tiene conto solo di tutte le informazioni ricavabili dalle serie storiche passate, condizione che, ovviamente, non permette di formulare nessuna strategia di trading che comporti un rendimento atteso superiore a quello di mercato finanziario.

1.3.3. Dubbi e critiche all'Efficient Market Hypothesis.

Da quando nel 1970 venne pubblicato l'articolo di Fama, l'Università di Chicago diventò il centro mondiale della finanza accademica.

Tuttavia le prime critiche all' Efficient Market Hypothesis si presentarono già dalla fine degli anni '70, quando iniziarono ad essere pubblicati i primi lavori empirici che mettevano in dubbio la validità delle leggi della finanza moderna.

Dal punto di vista teorico, le critiche ai mercati finanziari efficienti si possono riassumere in tre argomentazioni.

1. E' difficile sostenere che gli investitori siano pienamente razionali.

La concezione degli investitori come soggetti razionali, anche se sempre più attenuata nei vari passaggi, da una concezione forte ad una debole, è stata sfatata da molte prove che evidenziano la presenza nei mercati finanziari dei così detti noise trader (Black, 1986) cioè di investitori che agiscono sulla base di fattori diversi dall'esame razionale delle informazioni a disposizione.

Kahneman e Tversky (1974) hanno individuato un elevato numero di situazioni che influenzano il processo decisionale razionale degli individui, tra cui:

- la propensione al rischio;
- la formazione di aspettative diverse dal paradigma bayesiano;
- la sensibilità delle decisioni alla struttura del problema.

Tali distorsioni psicologiche rappresentano delle evidenti minacce all'assunto della razionalità degli investitori nell'Efficient Market Hypothesis.

Inoltre l'esistenza dei fenomeni di insider trading, dei tentativi stessi di stimare il valore fondamentale di un titolo o di prevedere, attraverso analisi tecniche o di trend, l'andamento dei mercati finanziari, mina profondamente i presupposti teorici di casualità e razionalità.

2. Gli investitori individuali non sono gli unici ad operare sui mercati finanziari.

Nella maggioranza dei casi le operazioni vengono effettuate da professionisti di istituzioni finanziarie che, oltre ad essere soggetti agli stessi pregiudizi dei decisori individuali, subiscono l'effetto delle distorsioni dovute al fatto che essi gestiscono del denaro altrui.

3. Il concetto di arbitraggio senza rischio può essere criticato.

Spesso nei mercati finanziari accade che un titolo non abbia un sostituto adeguato, con la conseguenza che non possono essere condotte operazioni di arbitraggio e i prezzi restano lontani dal loro valore fondamentale per un certo lasso di tempo, durante il quale il mercato finanziario resta inefficiente.

1.3.4. Anomalie.

Nel confronto con le reali dinamiche del mercato finanziario, l'Efficient Market Hypothesis si è mostrata inconsistente, la sua architettura teorica non è risultata combaciare con i dati empirici osservabili. Per "anomalia" dei mercati finanziari si intende una situazione dove le performance di un titolo o di un gruppo di titoli deviano dagli assunti dell'Efficient Market Hypothesis e non sono quindi spiegabili dalla teoria stessa (Silver, 2011).

In sintesi, sono state osservate:

1. anomalie nell'eccesso di volume delle transazioni;
2. eccezioni al random walk e "stagionalità" delle quotazioni;
3. anomale fluttuazioni dei fondi chiusi;
4. regolarità nel tempo delle quotazioni dei nuovi titoli;
5. anomali differenziali tra rendimenti dei titoli e tassi di interesse;
6. regressione alla media e prevedibilità delle quotazioni;
7. fenomeni di iperreattività.

1) Anomalie nell'eccesso di volume delle transazioni.

Uno degli assunti dell'Efficient Market Hypothesis è la razionalità degli investitori, che permette loro di scontare immediatamente l'effetto delle informazioni sui prezzi dei titoli. Di conseguenza, se tutti gli agenti fossero razionali ed effettuassero le stesse valutazioni finanziarie, tenderebbero a non scambiare elevati volumi di titoli, consapevoli dell'impossibilità di "battere" il mercato finanziario. Come afferma Maital (1982): "Se ci fosse una quantità sufficiente di persone convinte che i mercati finanziari siano istantaneamente efficienti, essi non perderebbero tempo e denaro cercando occasioni di profitto" (p. 227). Questa conclusione non corrisponde però all'effettivo ed elevato numero di transazioni che vengono realizzate quotidianamente sul mercato finanziario. Pertanto il principio di razionalità non riesce a spiegare l'ingente scambio di titoli tra agenti economici. Questa discrepanza tra teoria ed empiria viene sintetizzata dal cosiddetto "teorema di Groucho Marx". Nessun agente economico razionale accetterebbe di effettuare transazioni con un altro agente razionale, ovvero con la consapevolezza di non poter realizzare un profitto. In maniera simile Groucho Marx affermava: "I refuse to belong to any club that would have me as a member".

2) Eccezioni al random walk e “stagionalità” delle quotazioni.

La seconda critica si fonda sull’osservazione di regolarità di comportamento dei prezzi dei titoli. La possibilità di osservare l’evoluzione storica del prezzo dei titoli e di prevederne su tale base l’andamento futuro, viene considerato dai sostenitori della finanza classica un’anomalia, le cui conseguenze vengono definite “puzzle”, ossia rompicapo irrisolvibili all’interno dell’Efficient Market Hypothesis (Alemanni, 2003). L’Efficient Market Hypothesis si piega dinanzi alle osservazioni statistiche sulle regolarità dei movimenti dei prezzi nel corso dell’anno, della settimana, nei week-end e nella stessa giornata.

3) Anomale fluttuazioni dei fondi chiusi.

I fondi chiusi sono fondi comuni di investimento con un numero fisso di quote di partecipazione. Secondo l’Efficient Market Hypothesis il prezzo della singola quota oscillerebbe soltanto leggermente attorno al valore fondamentale del fondo. Tuttavia è stato dimostrato che le quotazioni dei fondi chiusi mostrano ampie oscillazioni, positivamente correlate nel tempo, rispetto al valore fondamentale. Una possibile spiegazione è stata fornita da De Long, Schleifer, Summers e Waldmann (1990), i quali affermano che sono le aspettative ottimistiche o pessimistiche dei noise trader, investitori irrazionali, relative al rendimento dell’investimento che li inducono a sovrastimare o sottostimare il valore dei fondi.

4) Regolarità nel tempo delle quotazioni dei nuovi titoli.

L’Efficient Market Hypothesis non riesce a spiegare le regolarità nei prezzi dei cosiddetti initial public offerings of stocks, titoli di nuova emissione. Si osserva in essi sempre lo stesso andamento: in un primo momento le quotazioni sono basse, successivamente i prezzi diventano ingiustificatamente elevati ed infine tendono ad una stabile depressione.

5) Anomali differenziali tra rendimenti dei titoli e tassi di interesse.

Esistono delle indubbie differenze tra le tipologie dei titoli e i relativi rendimenti attesi. Le azioni possiedono un profilo di incertezza maggiore rispetto alle obbligazioni a tasso variabile e ancor più rispetto ai titoli a tasso fisso. Per tale motivo viene “aggiunto” un premio ai dividendi delle azioni per il differenziale di rischio rispetto agli altri titoli (equity premium). Tuttavia l’equity premium osservato sulle serie storiche si rivela eccessivo rispetto ai dettami dell’Efficient Market Hypothesis. Un equity premium elevato è però coerente e proporzionale all’avversione al rischio dei singoli investitori.

6) Regressione alla media e prevedibilità delle quotazioni.

L'Efficient Market Hypothesis non contempla alcun tipo di regolarità nell'andamento dei titoli. Non si spiega in tal modo l'esistenza di un fenomeno osservato nei mercati finanziari: la regressione alla media, in base alla quale i prezzi dei titoli, dopo periodi di quotazioni eccessivamente alte o basse, mostrano in seguito un andamento di segno opposto.

7) Fenomeni di iperreattività.

L'Efficient Market Hypothesis si basa sull'assunto che il prezzo dei titoli integri, "sconti" l'effetto delle informazioni rilevanti per il mercato finanziario. Eppure gli andamenti dei prezzi sono eccessivamente ampi (volatility) rispetto a quanto previsto dalle informazioni a disposizione. La volatilità viene spiegata dall'iperreattività degli agenti economici. L'overreaction nei mercati finanziari è stata osservata per la prima volta dall'economista J. M. Keynes (1936), che nella sua opera magna "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta" (1936), scrive: "Le fluttuazioni da un giorno all'altro nei profitti degli investimenti esistenti, che hanno evidentemente carattere effimero e non significativo, tendono ad esercitare sul mercato finanziario un'influenza del tutto eccessiva e persino assurda" (p. 458). Questa eccessività e assurdità nei mercati finanziari è stata approfonditamente indagata da De Bondt e Thaler (1985), i quali primariamente affermano che il termine overreaction implica un paragone con una reazione considerata appropriata. I due autori individuano nella regola bayesiana del calcolo della probabilità un esempio di reazione corretta. Tuttavia Kahneman e Tversky (1982) hanno dimostrato che la regola di Bayes non rispecchia il modo in cui gli individui reagiscono realmente alle nuove informazioni, in quanto essi tendono a sovrastimare le informazioni recenti e sottostimare i dati precedenti o di base. De Bondt e Thaler attribuiscono questo bias al comportamento degli investitori e citano Arrow (1982), il quale a sua volta afferma che il lavoro di Kahneman e Tversky "typifies very precisely the excessive reaction to current information which seems to characterize all the securities and futures markets".

Tra le anomalie sopra elencate, che più frequentemente si manifestano nella realtà dei mercati finanziari, si trovano le eccezioni al random walks e la stagionalità delle quotazioni, anomalie approfondite qui di seguito.

Questa famiglia di anomalie si riferisce principalmente al concetto finanziario di Random Walks, "passeggiate a caso", che afferma che ogni oscillazione nei prezzi dei titoli quotati è

casuale e non rispecchia gli andamenti passati dei prezzi dei titoli, pertanto questi dati riferiti al passato non sarebbero utili per prevedere l'andamento futuro degli stessi. La passeggiata a caso costituisce l'evidenza empirica del fatto che i mercati finanziari sono costantemente invasi da flussi di notizie di avvenimenti che hanno un effetto sul prezzo. Sono notizie casuali e indipendenti che differiscono:

- nel tempo di arrivo;
- nella frequenza di arrivo;
- nella provenienza (la fonte è casuale);
- nella rilevanza (hanno impatto diverso).

L'andamento delle azioni è tra gli elementi più studiati nel mercato finanziario e questo ha permesso di individuare accuratamente l'effettiva esistenza di anomalie stagionali. Con "anomalie stagionali" si intendono quelle oscillazioni dei prezzi di mercato finanziario che possono essere previste o attese, in quanto mostrano una certa regolarità sul piano temporale. Appare evidente che questa teoria è in contraddizione con l'ipotesi dei Random Walks, che invece considera le quotazioni delle azioni come elementi che seguono percorsi casuali.

Rientrano in questa classificazione tutte le anomalie legate a un periodo temporale preciso (Silver, 2011). Tra le più note anomalie di questo tipo le più importanti e più studiate sono senza dubbio il Week End Effect, il Turn Of The Month Effect e il Turn Of The Year Effect (o January Effect).

Week End Effect.

Per Week End Effect si intende l'andamento tipico riscontrabile il lunedì, giorno in cui riaprono le contrattazioni di mercato dopo la chiusura nel weekend. I titoli il lunedì tendono a calare di valore, il che significa che alla chiusura dei mercati finanziari il prezzo di un titolo è inferiore al prezzo che lo stesso titolo aveva il venerdì. Va detto che questa anomalia presenta ampia variabilità nei diversi paesi considerati ed è notevolmente calata durante gli ultimi anni. Una spiegazione di tale effetto è che le notizie sfavorevoli al mercato finanziario tendono a concentrarsi nei fine settimana. Tuttavia questa spiegazione appare quantomeno superficiale poiché, come predetto dall'EHM, se così fosse, un mercato finanziario efficiente reagirebbe scontando adeguatamente i prezzi dei titoli durante la settimana.

Turn Of The Month Effect.

Questo effetto prevede che i rendimenti dei titoli siano significativamente maggiori negli ultimi giorni del mese e nei primi tre giorni del mese successivo. Una possibile spiegazione di questo fatto risiederebbe in una credenza degli investitori ad aspettarsi nuove notizie positive e cambiamenti positivi con il finire di un mese e l'inizio del successivo; pertanto essi sarebbero portati a vendere poco prima della fine del mese e ricomprare all'inizio del successivo, quando i titoli scontano le nuove informazioni attese. Secondo altre ipotesi, da un lato gli investitori individuali chiedono una quantità maggiore di azioni a fine mese per pagare i salari, dall'altra gli investitori istituzionali concentrano gli acquisti a fine mese per i riflessi positivi che questo può avere sulla stampa specializzata nel calcolo delle quotazioni di fine mese.

January Effect.

Si può considerare un Turn Of The Month Effect di proporzioni maggiori, in quanto l'incremento generalizzato nei prezzi dei titoli avviene tra l'ultima settimana del mese di dicembre e la prima metà del mese di gennaio. In questo periodo il rendimento medio è più alto rispetto al resto dell'anno, come dimostrato dallo studio di Rozeff e Kinney (1976). Le possibili spiegazioni sono riferite alla "Tax Loss Hypothesis", secondo la quale gli investitori venderebbero a fine anno in modo da poter pagare meno tasse e riacquisterebbero i titoli con l'inizio del nuovo anno, a tasse pagate. La spiegazione però appare insufficiente, in quanto il fenomeno è stato osservato anche in paesi dove il periodo di tassazione non corrisponde con l'anno solare, ad esempio in Gran Bretagna e Australia.

Holidays Effect.

Questo effetto si riferisce al fatto che si sono riscontrate delle variazioni dei prezzi nei giorni che precedono i festivi. Jacobs e Levy (1988) in uno studio hanno mostrato come tra il 1963 e il 1982 il corso delle azioni sia cresciuto del 35% negli otto giorni prefestivi di ogni anno.

Sunshine Effect.

David Hirshleifer e Tyler Shumway hanno pubblicato un articolo intitolato "Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather" (2003), in cui si è studiata la relazione tra le condizioni atmosferiche e il segno degli scambi nel periodo 1982-1997. Il risultato è stato che le giornate di sole sono fortemente correlate con i ritorni azionari giornalieri e che quindi tendono ad accompagnare giornate borsistiche positive.

Nonostante le contro critiche e i tentativi di spiegazione delle anomalie evidenziate in tali studi, è proprio da queste prime critiche che nasce un nuovo filone di ricerca, la Finanza Comportamentale.

2. La Finanza Comportamentale.

2.1. Definizione e storia.

Come accennato all'inizio, la Finanza Comportamentale nasce dall'applicazione al campo economico di concetti appartenenti a diverse discipline, tra le quali la psicologia e le scienze umane e sociali.

Storicamente, il primo a introdurre concetti psicologici in ambito economico fu propriamente un economista, Adam Smith, che nel 1759 pubblicò "The theory of moral sentiments". Smith, basandosi su dimensioni comportamentali quali l'orgoglio, l'insicurezza e l'egoismo, tentò di spiegare le azioni degli individui e la ricerca del profitto (Smith, 1998; in Bikas, et al., 2013).

Un secolo più tardi un altro economista inglese, J. M. Keynes (1936), sottolineò l'importanza del ruolo delle aspettative nella determinazione dei prezzi dei titoli ed indagò le motivazioni alla base dei comportamenti di risparmio e investimento. Per tale ragione egli è considerato il precursore della Finanza Comportamentale (Ferrari, Romano, 1999; Legrenzi, 2006).

Le vere fondamenta della disciplina furono poste tra la fine del 1800 e l'inizio del 1900. Si fa qui riferimento alle opere pubblicate dal giornalista Charles MacKay ("Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds", 1841) e dal sociologo Gustave Le Bon ("Psychologie des Foules", 1895). Lo studio del comportamento dei gruppi sociali presente in questi volumi trova un'applicazione odierna nei mercati finanziari. Un terzo saggio considerato pietra miliare della Finanza Comportamentale è "Psychology of the stock market" (1912) di George Charles Selden. Egli afferma che i movimenti dei prezzi dipendono in modo considerevole dall'attitudine mentale dell'investing and trading public. Questi tre lavori rappresentano il momento di avvio della Finanza Comportamentale e costituiscono lo spunto per altre opere successive che si fondano sull'applicazione della psicologia e della sociologia all'ambito finanziario (Ricciardi, Simon, 2000).

Tuttavia fu soltanto a partire dagli anni '50 e '60 del secolo scorso, con la rapida propagazione di idee facenti parte di quel primo approccio all'Economia Comportamentale, che tenta di integrare la teoria classica della scelta razionale con nuove ipotesi prese a prestito soprattutto dalla psicologia cognitiva e sperimentale, che i modelli sociologici vennero applicati alla scienza economica. Questa nuova branca, a cavallo tra l'economia e la psicologia, analizza cosa succede nei mercati finanziari in cui operano agenti che mostrano limitazioni decisionali (Mullainathan e Thaler, 2000).

La Finanza Comportamentale va chiaramente inserita in questo ambito e può essere considerata parte di questa corrente di revisione del metodo di analisi economica.

Se, come abbiamo detto, la nascita della Finanza Comportamentale può essere fatta risalire intorno alla fine degli anni '50 e l'inizio dei '60, è solo a partire dalla metà degli anni '70 che, grazie a nuovi studi approfonditi, ha ottenuto la visibilità sufficiente negli ambienti economici per acquisire lo status di "teoria".

Il primo lavoro importante sul tema è senza dubbio l'opera di H Simon sul modello comportamentale della scelta razionale. Il premio Nobel del 1978 per l'economia infatti ha proposto una nuova visione dell'uomo e della sua capacità di ragionamento: l'essere umano non è in grado di effettuare delle scelte che derivano da un processo decisionale assolutamente razionale, poiché la sua capacità di decisione è vincolata da una serie di limiti: limiti cognitivi rispetto alla sua capacità di ricercare tutte le informazioni rilevanti per la scelta, limiti nella possibilità di processarle in modo parallelo e di prevederne le conseguenze e, infine, limiti di tempo.

Herbert Simon, con la sua Teoria della Razionalità Limitata (1955, 1982), rappresenta il ponte tra la teoria economica della razionalità di tipo normativo e la successiva teoria descrittiva, che ritroviamo nei lavori di Kahneman e Tversky (1974). Simon sostiene la necessità di riformulare il concetto normativo di razionalità, introducendo la *bounded rationality*, intesa come il limite della capacità umana di raggiungere un determinato grado di conoscenza: benché gli individui cerchino di effettuare le scelte nel modo più razionale possibile, essi rimangono vincolati da limiti di conoscenze, capacità, memoria e obiettivi personali.

L'approccio descrittivo nasce proprio a partire dalle riflessioni di Simon appena menzionate, il cui concetto di razionalità limitata ha dato il via ad una serie di ricerche sperimentali che si sono focalizzate sulle deviazioni del comportamento umano dagli assiomi della Teoria dell'Utilità Attesa.

In particolare molti studiosi sono partiti proprio dagli assiomi di von Neumann e Morgenstern, la cui valenza empirica era stata messa alla prova e, spesso, invalidata.

Una tra le figure più importanti che hanno lavorato in questa direzione è stato Amos Tversky che, nel 1969, attraverso numerosi esperimenti ha dimostrato che il principio di transitività è frequentemente disatteso, arrivando addirittura ad affermare che in alcuni ambiti decisionali è

proprio l'intransitività delle preferenze a costituire la condizione più frequente delle scelte individuali.

Un'altra linea di ricerca è quella intrapresa da Lichtenstein e Slovic (1971, 1973) che si concentrarono sulla violazione di un altro principio, quello di invarianza, attraverso l'analisi di un fenomeno particolare: il rovesciamento delle preferenze. I due autori osservarono attraverso numerosi esperimenti che gli individui, nella scelta tra due lotterie, tendono a preferire quella che garantisce una vincita minore ma più probabile. Tuttavia, quando si tratta di dover stabilire il prezzo che sarebbero disposti a pagare per partecipare a ciascuna lotteria, molti attribuiscono un prezzo più alto a quella meno preferita, cioè con una vincita maggiore, ma più improbabile. Quindi, di fronte alle stesse opzioni, le persone tendono ad assumere un atteggiamento avverso al rischio in compiti di scelta, cercando di massimizzare la probabilità di una vincita, mentre si mostrano propensi al rischio in compiti di valutazione, cercando di massimizzare la vincita, a costo di ridurre la probabilità.

Dagli anni '70 le ricerche sperimentali finalizzate a verificare il rispetto dei principi individuati dal modello normativo aumentarono progressivamente: numerose prove empiriche evidenziarono la bassa validità euristica del modello normativo per la comprensione delle scelte individuali.

Tra i tentativi volti a modificare e integrare la Teoria dell'Utilità Attesa in modo da renderla più aderente all'effettivo comportamento umano, il più celebre e riuscito è sicuramente quello di Kahneman e Tversky.

D. Kahneman e A. Tversky sono considerati i padri della Behavioral Finance con le loro intuizioni e i loro celebri lavori del 1974 e del 1979, che hanno dato un contributo fondamentale alla materia: partendo dalla presentazione del paradosso di Allais, essi sviluppano un'analisi critica della Teoria dell'Utilità Attesa e degli assiomi su cui si fonda, arrivando così alla Prospect Theory, che approfondiremo in seguito.

Continuando in questo excursus storico, un ruolo di rilievo è stato assunto dallo studio del 1981 di R. Shiller sulla volatilità dei mercati finanziari: egli ha avuto il merito di dare il via a numerosi studi pratici sulle anomalie rispetto alla finanza tradizionale, che hanno conferito alla Finanza Comportamentale una connotazione fortemente empirica.

Un altro grande protagonista della rivoluzione comportamentale è F. Black: fu proprio lui che, come presidente dell'American Finance Association, durante l'incontro annuale del 1984, presentò formalmente per la prima volta la materia alla comunità scientifica, dedicando un seminario specifico al tema.

Questo evento causò un incremento di pubblicazioni sull'argomento, tra le quali i due celebri articoli pubblicati sul Journal of Finance del 1985 da parte di De Bondt e Thaler, e di Statman e Shefrin. I primi hanno sottolineato come gli investitori tendono ad essere troppo conservativi o troppo reattivi nelle loro strategie di investimento, mentre i secondi hanno osservato che le persone tendono a vendere troppo presto i titoli in rialzo e a tenere troppo a lungo quelli in ribasso.

È interessante notare come molti studiosi che si sono occupati di Finanza Comportamentale non abbiano una formazione economica, ma provengano dall'ambito psicologico; non dimentichiamo il Premio Nobel per l'economia vinto dallo psicologo Daniel Kahneman nel 2002.

Numerose ricerche sperimentali hanno dimostrato che gli individui, nelle loro scelte finanziarie, non sono sempre guidati da principi economici razionali, ma da elementi esterni, quali il contesto, l'incompletezza informativa e il modo in cui viene presentata l'operazione, o interni, come la loro storia personale. La spiegazione di Kahneman è che le scelte degli esseri umani sono governate soprattutto da valutazioni che derivano dalla sfera affettiva piuttosto che da calcoli sull'utilità attesa.

Negli ultimi anni l'interesse per la Finanza Comportamentale è aumentato, al punto che sono nate varie riviste scientifiche esclusivamente dedicate all'argomento, e molte università tengono corsi e seminari rivolti al tema.

Nel corso degli anni gli studiosi hanno fornito diverse definizioni di Finanza Comportamentale.

L'economista americano Shefrin la definisce semplicemente come "l'applicazione della psicologia al comportamento finanziario" ed in particolare essa consiste nello "studio della fallibilità umana nei mercati finanziari competitivi"; Lintner invece la concepisce come "lo studio di come l'uomo interpreta e utilizza le informazioni nel prendere decisioni di investimento"; infine Thaler la definisce molto semplicemente come una "finanza open-minded".

In sintesi la Finanza Comportamentale si può definire come “una scienza che studia il funzionamento dei mercati finanziari e il comportamento degli operatori utilizzando conoscenze e strumenti propri delle scienze umane, per avere una visione il più realistico possibile del complesso mondo finanziario” (Araldi, 2011).

Essa muove, innanzitutto, dall’osservazione che le persone non fanno mostra di quella razionalità assoluta che viene proposta nei modelli di decisione classici, va quindi a mettere in discussione la validità, l’aderenza alla realtà dell’approccio normativo (razionale) che porta a chiedersi come dovrebbero essere prese le decisioni razionali. Il rilancio è la proposta di adottare un approccio descrittivo (comportamentale), che si modelli sulle effettive decisioni prese dagli individui (Hens, Rieger, 2010). Questa rivoluzione nel concepire il decision making nasce soprattutto da studi nel campo della psicologia e si riflette poi negli altri ambiti dove l’assunto di razionalità decisionale è adottato.

L’atteggiamento di base nella Finanza Comportamentale può essere sintetizzato nell’affermazione che è necessario capire come gli investitori si comportano, se si vuole capire veramente come si comporta il mercato finanziario (Thaler, 2005). Ciò significa che bisogna prendere in considerazione come le persone procedono realmente nel prendere le decisioni e le molteplici sfumature possibili di questo processo. E qui entra con forza la psicologia, che va a costituire un mattone essenziale delle fondamenta di tale approccio.

La Finanza Comportamentale si differenzia dalla finanza classica standard proprio a partire dalla concezione dell’essere umano. L’homo oeconomicus della finanza classica è un essere senziente, perfettamente razionale, capace in ogni istante di elaborare in modo logico le informazioni di cui dispone; è un uomo ideale, immune agli errori cognitivi e impermeabile alle emozioni. La Finanza Comportamentale, invece, intende studiare l’uomo “normale”, reale, quotidianamente affetto da bias cognitivi e “misleading emotions” (Statman, 2014).

La Finanza Comportamentale si fonda quindi su un approccio di studio interdisciplinare, in cui convergono la finanza tradizionale, la psicologia e la sociologia.

Da questa schematica sintesi emerge come lo studio del comportamento dell’investitore nasca dal bisogno di risolvere la discrepanza tra un contesto teorico-normativo razionale ed un agire reale che appare poco ancorato ai canoni della razionalità (Shiller, 2000). La Psicologia dei mercati finanziari tenta, per l’appunto, di spiegare il modo in cui gli individui utilizzano le informazioni quando prendono delle decisioni nei mercati finanziari.

Gli aspetti centrali di questa spiegazione alternativa a quella della Finanza Classica consistono nell'affermare che la valutazione degli stimoli non viene compiuta secondo norme oggettive di tipo matematico, ma è volta ad assegnare agli oggetti un valore soggettivo, che può variare da molto positivo a molto negativo (Rubaltelli, 2006). Il mercato finanziario si presenta popolato da individui diversi tra loro che, in quanto tali, sono soggetti a emozioni, sentimenti, distorsioni mentali e a fenomeni irrazionali, che difficilmente possono essere spiegati da teorie totalmente razionali.

2.2. Principi teorici.

Il prendere le mosse dalla questione della razionalità e dalle ricerche in psicologia porta l'indagine della Finanza Comportamentale a concentrarsi innanzitutto sui bias cognitivi che coinvolgono il modo di ragionare delle persone. Si ha quindi uno sviluppo dello studio dell'individuo come attore sul mercato finanziario, del manifestarsi dei suoi errori cognitivi nelle decisioni finanziarie, del riflettersi di questi sul mercato finanziario e il loro conseguente impatto. Lo studio descrittivo dei mercati finanziari porta inoltre a considerare l'aspetto comportamentale come espressione di un collettivo. Si studiano allora le dinamiche di contagio, di comportamento gregario, cioè quelle che si rifanno propriamente agli aspetti psicosociali.

Si possono delineare due filoni interni alla prospettiva, che in un certo senso radunano diverse classi di modelli: representative agents models e noise traders models (Forbes, 2009). I primi analizzano i diversi tipi di comportamento di investimento soggetti ad un particolare bias, vengono studiate abilità e debolezze nel decision making dell'investitore. I secondi vedono il mercato finanziario come luogo di incontro fra due gruppi di investitori, gli informati (smart traders) e i non informati (dumb traders): gli errori dei non informati dovrebbero essere riparati dagli altri, in modo che il risultato sia di equilibrio. Si vedrà che non è sempre così e non è sempre possibile: non è così evidente che gli smart traders abbiano il potere di riportare al loro valore fondamentale i prezzi allontanati dall'operare degli irrazionali, alcune evidenze mostrano addirittura il contrario, cioè un'amplificazione (Shiller, 2003).

In linea con l'idea correttiva, focus recenti della Finanza Comportamentale stanno guardando a come e se è possibile evitare e correggere gli errori cognitivi, come non incapparvi, in un certo senso come istruire gli operatori, un passo che va ben oltre la scoperta dell'esistenza e lo studio delle dinamiche dei bias (Baker, Nofsinger, 2010).

Con investor sentiment si intende proprio fare riferimento all'idea di come gli investitori calati nella realtà si formano credenze e operano valutazioni (Shleifer, 2000).

Abbiamo detto che la psicologia gioca un ruolo fondamentale nella prospettiva della Finanza Comportamentale. Qui, infatti, vengono applicate agli investitori le scoperte degli psicologi cognitivisti riguardo i bias mostrati dalle persone nel formarsi delle opinioni e nell'esprimere preferenze, operando scelte. Attraverso il sapere derivato dal campo psicologico, si scopre che gli individui nel decidere si discostano spesso dal modello normativo razionale e nascono dubbi su quanto questo descriva effettivamente il ragionamento: gli individui in questione prendono "scorciatoie", rappresentate dalle euristiche, considerano fattori pragmatici legati all'adattamento nella vita quotidiana e non si comportano come macchine lineari e decontestualizzate. Il modello di homo oeconomicus, decisore razionale che massimizza l'utilità, risulta essere semplicemente irrealistico; il comportamento umano in generale, quindi in qualsiasi ambito in particolare, è influenzato da molti fattori e non è sufficiente considerare solo variabili economiche per studiarne il comportamento in economia (Jeffrey, 2010).

Quella che viene chiamata irrazionalità è spesso parte integrante del modus operandi degli agenti anche nei mercati finanziari, che in fondo sono pur sempre formati da individui. Questa presenza di irrazionalità, pur essendo stata riconosciuta dalla Efficient Market Hypothesis, viene però ritenuta sostanzialmente un fastidio, fastidio di fatto irrilevante, in quanto alcuni meccanismi sarebbero in grado di annullarla, garantendo la razionalità.

La differenza con la Finanza Comportamentale sta proprio nel fatto che essa, al contrario, fa dell'irrazionalità una componente sostanziale dell'andamento dei mercati finanziari e di conseguenza un oggetto di studio. Si va a vedere cosa succede alle varie dimensioni quando diversi investitori mettono in atto scambi sul mercato finanziario, non ci si aspetta che il risultato sia efficiente, anzi l'efficienza è vista come un caso estremo e possibile, non come la regola (Shleifer, 2000).

Qui, sull'impronta lasciata dall'irrazionalità, si inserisce un altro grande mattone dell'approccio comportamentale e cioè la questione dei limiti dell'arbitraggio. Si è mostrato come quest'ultimo fosse in pratica il cardine della Efficient Market Hypothesis, proprio a questo livello si trova l'attacco peculiare della critica dal punto di vista pratico, che ne annulla il valore. Esistono infatti evidenze a favore della sistematicità degli errori, cioè le deviazioni dal modello normativo razionale si configurano come sostanzialmente uguali nel loro ricorrere. Questo, riportato sul mercato finanziario, significa che gli investitori irrazionali si raccolgono intorno

allo stesso bias, facendo venire meno quella condizione di casualità dei movimenti compiuti dagli attori irrazionali. Quindi l'investor sentiment, più che sbagli casuali non correlati, riflette gli errori di giudizio comuni fatti da un numero importante di investitori. Inoltre, l'attuare uno stesso comportamento nello stesso momento può accrescersi in modo esponenziale quando scattano meccanismi sociali di contagio come imitazione, ascolto delle voci, cascate d'informazione.

2.3. Finanza Comportamentale e individualismo metodologico.

Sostanzialmente si possono distinguere due tipologie di comportamenti psicologici in ambito finanziario: i primi legati alla soggettività dell'individuo e i secondi caratterizzanti l'individuo immerso nella collettività.

Per quanto riguarda il primo caso, i contributi iniziali, che ancora oggi rappresentano i principali presupposti teorici della Finanza Comportamentale, sono i lavori di Kahneman e Tversky (1974, 1979) dedicati rispettivamente alle Euristiche e alla Prospect Theory.

2.3.1. Euristiche.

Una delle principali caratteristiche dell'approccio della Finanza Comportamentale è sicuramente la sua forte connotazione empirica e sperimentale, soprattutto grazie allo stretto rapporto con la psicologia della decisione: è stata infatti dimostrata l'esistenza di una serie di strategie sistematiche che le persone mettono in atto per gestire le informazioni sia in situazioni di scelta in condizioni di incertezza o scarsità di informazioni, sia nella selezione delle informazioni considerate rilevanti in ambienti ad alto tasso informativo.

Le persone hanno difficoltà a gestire situazioni decisionali incerte o mal strutturate, in cui la mole di informazioni da elaborare è elevata, per questo il cervello cerca delle "scorciatoie" che gli permettono di ridurre il tempo di elaborazione dei dati e di riuscire a prendere più facilmente una decisione. Tali scorciatoie vengono definite formalmente "euristiche", cioè metodi decisionali basati su regole semplici e rapide invece che su processi logici e razionali; esse permettono di gestire in maniera rapida e selettiva le informazioni a disposizione, basandosi in gran parte su intuizioni interne e automatiche piuttosto che su dati esterni.

Il concetto di "euristica" (dal greco eurisko, ovvero "trovo, scopro") fu introdotto per la prima volta da Simon (1955) nell'ambito degli studi sul problem solving. Simon considera le euristiche la necessaria conseguenza della bounded rationality, da lui stesso teorizzata: si tratta di

strategie, principi ed espedienti che permettono agli individui di affrontare e gestire la complessità dei problemi, pur rivelandosi come procedure non sempre in grado di garantire soluzioni infallibili ed ottimali. Infatti, se da un lato semplificano il lavoro cognitivo, dall'altro portano spesso a conclusioni errate o troppo semplificate, i così detti bias o errori cognitivi sistematici.

A loro volta Kahneman e Tversky sono stati sicuramente i primi a parlare di *heuristics biases*, cioè le distorsioni cognitive dovute all'uso di strategie euristiche, nel loro celebre lavoro del 1974. Essi individuano principalmente tre comportamenti euristici, che danno luogo a errori decisionali: representativeness (o euristica della rappresentatività), availability (o euristica della disponibilità) e anchoring (o ancoraggio).

A questi si aggiunge l'affect heuristic proposto da Slovic e Colleghi (2002).

Tra i bias più rilevanti invece ricordiamo l'eccessivo ottimismo, l'overconfidence, il confirmation bias, l'illusione del controllo, la paura del rimpianto e altri.

Lo scopo della Finanza Comportamentale è individuare e comprendere tali anomalie e distorsioni per sfruttarle nella determinazione di strategie di investimento ottimali.

Euristica della rappresentatività.

L'euristica della rappresentatività (Kahneman e Tversky, 1974) si riferisce alla tendenza degli individui a ricorrere a stereotipi quando sono chiamati a prendere decisioni. Essa porta gli individui a valutare la probabilità di un evento in base al grado in cui questo "rappresenta", nel senso di "è simile" alla sua fonte o al processo che lo produce. Tale tendenza cognitiva conduce a degli errori, poiché la somiglianza (o rappresentatività) non è influenzata da quei fattori che dovrebbero interessare i giudizi di probabilità (Kahneman, Slovic e Tversky, 1982). Uno degli ambiti in cui agisce questo tipo di euristica è quello che concerne i giudizi di previsione categoriale, cioè la stima della probabilità che una persona o un oggetto/evento con determinate caratteristiche appartenga ad una determinata categoria o classe.

Questa tendenza degli individui, se applicata in campo finanziario può portare gli investitori a eccessive negoziazioni, spesso con risultati deludenti, sovrastimando la probabilità di avere dei guadagni.

Un grave errore a cui porta l'applicazione dell'euristica della rappresentatività, di fondamentale importanza per le applicazioni di natura finanziaria, è il giudizio erroneo di probabilità, che consiste nella tendenza degli individui a ritenere probabile il verificarsi di un

evento sulla base degli eventi verificatisi in precedenza, quando invece i due eventi sono indipendenti. Un esempio di rappresentatività, tratto dall'evidenza empirica nei mercati finanziari, è il winner-looser effect. De Bondt e Thaler (1985) hanno documentato lo strano effetto per cui delle azioni con performance fortemente negativa durante un triennio, tendono ad avere performance significativamente più brillanti nel triennio successivo, risultati decisamente migliori rispetto invece a quelle azioni che nel triennio precedente avevano sperimentato tassi di crescita molto positivi. De Bondt (1992) inoltre ha dimostrato come le previsioni a lungo termine degli analisti di borsa tendono ad essere distorte in direzione dei titoli in quel momento più forti: gli analisti, nonostante siano operatori professionali, subiscono l'effetto dell'euristica della rappresentatività, che li induce ad iper-reagire nei confronti dei titoli con performance più brillante rispetto a quelli con risultati più contenuti, sottovalutando la tendenza di mean reversion nei rendimenti dei titoli a medio-lungo termine. La rappresentatività può portare anche ad inferenze errate a causa di una ridotta sensibilità alla dimensione del campione, dovuta ad una non corretta interpretazione della legge dei grandi numeri. In un esperimento Shefrin (2000), supponendo di lanciare cinque volte una moneta e mostrando ai soggetti sempre la testa, chiese quale fosse la probabilità che al sesto lancio uscisse croce: la maggior parte ha attribuito una percentuale molto più elevata per l'opzione croce, nonostante la risposta statisticamente corretta sia 50%, in quanto ogni lancio è indipendente dagli altri. In questo caso la rappresentatività porta all'errore cognitivo di applicare la legge dei grandi numeri ai campioni piccoli, con la conseguenza di fare previsioni errate.

Euristica della disponibilità.

L'euristica della disponibilità si riferisce alla tendenza di attribuire ad un evento una probabilità basata sulla numerosità e sulla facilità con cui si ricorda il suo manifestarsi. Essa consiste nel valutare la probabilità di un evento in base alla sua disponibilità, ovvero in base alla facilità con cui casi o esemplari di tale evento possono venire in mente (Tversky e Kahneman, 1974).

Il concetto di "disponibilità" fa riferimento a due diversi processi: la facilità di recupero in memoria di una certa informazione o evento e la facilità di costruzione/immaginazione dei casi dell'evento che si deve stimare.

In molte situazioni questa euristica può condurre a stime piuttosto accurate, proprio per il fatto che gli esempi più frequenti di un evento sono generalmente più facili da ricordare e da immaginare rispetto a quelli meno frequenti. Tuttavia, il recupero di casi o esempi è

influenzato anche da altri fattori, per esempio il grado di salienza, che nulla hanno a che fare con l'effettiva occorrenza degli eventi e, di conseguenza, ci sono varie situazioni in cui questa euristica porta a errori nei giudizi di probabilità.

Effetti dell'euristica della disponibilità si riscontrano anche nei mercati finanziari: gli investitori pensano di ottenere guadagni migliori da quei titoli che rappresentano aziende ben gestite e con bilanci chiusi in attivo. In media gli investitori ritengono che le aziende che investono i loro soldi in programmi giudicati promettenti dagli analisti siano quelle che avranno minori problemi di bilancio e saranno meno coinvolte in azioni speculative, di conseguenza giudicano questi titoli meno volatili e quindi meno rischiosi. In realtà questo parallelismo tra gestione delle aziende e rendimento dei titoli non è da considerarsi valido in assoluto, poiché non sempre le aziende con i conti in attivo hanno un rendimento superiore rispetto all'indice generale del mercato finanziario.

Ancoraggio.

L'euristica dell'ancoraggio si riferisce alla tendenza degli agenti economici impegnati nella risoluzione di un problema ad "ancorarsi" ad una informazione ritenuta saliente o a un'ipotesi iniziale. Essa è definita da Tversky e Kahneman (1974) come un processo mediante il quale i soggetti formulano delle stime partendo da un valore iniziale che viene successivamente aggiustato per produrre una stima finale.

Il dato iniziale, che rappresenta il punto di riferimento al quale gli individui "ancorano" i loro giudizi, può essere suggerito dalla formulazione del problema, oppure essere il risultato di un primo calcolo parziale; in ogni caso, in molte situazioni, gli individui sono restii a cambiare le proprie idee iniziali e l'aggiustamento che ne segue non è sufficiente: di conseguenza la stima finale si colloca più vicina al punto di riferimento iniziale piuttosto che al valore derivato da un giudizio corretto. Ovviamente, quanto più l'ancora è poco significativa per il giudizio che deve essere espresso, tanto più ancorarsi ad essa risulterà inappropriato e porterà a stime inaccurate.

L'ancoraggio è un principio molto importante nei mercati finanziari in quanto, non disponendo di informazioni migliori, molti operatori basano le proprie scelte di investimento sul prezzo di un titolo in un determinato momento o in un breve periodo, senza considerare la storia del titolo e la variabilità del suo prezzo nel passato. Un titolo potrebbe avere un valore molto elevato oggi, ma non essere un investimento sicuro, poiché in passato ha avuto un andamento molto altalenante, con periodi di forte crescita seguiti da altrettanti ribassi. In realtà, anche

basarsi sulle informazioni relative all'andamento passato di un titolo non è un comportamento razionale, ma rappresenta comunque un comportamento più attento e scrupoloso che non considerare solo il prezzo delle azioni in un determinato momento.

L'ancoraggio è anche alla base degli atteggiamenti conservatori che adottano molti agenti economici. Shefrin (2000) ha analizzato un caso di conservatorismo in alcuni analisti finanziari: questi ultimi erano partiti con delle ipotesi iniziali circa le caratteristiche di un'azienda, ovvero la probabilità che essa producesse degli utili interessanti, nel momento in cui vennero diffuse delle nuove informazioni sull'azienda stessa, essi però continuarono a leggerle tenendo come punto di riferimento (o di ancoraggio) le probabilità iniziali, sovrastimando o, sottostimando in modo conservativo la possibilità che in futuro l'azienda potesse generare utili significativi.

Gli individui dunque in situazioni incerte tendono ad esprimere giudizi che fanno riferimento a modelli familiari, ipotizzando che i modelli futuri assomiglieranno a quelli passati, spesso senza considerare le ragioni del modello e la probabilità che questo si ripeta. Questa tendenza scaturisce dalla necessità di ridurre lo stato di incertezza in cui si agisce, ma può portare a sistematici gravi errori di giudizio.

Affect heuristic.

Con l'articolo pubblicato nel 2002, Slovic e colleghi definiscono l'affect heuristic come quel processo per cui, quando si esprimono giudizi o si prendono decisioni, spesso si va a consultare rapidamente la sfera dei sentimenti affettivi. In base alla teoria dei processi duali, si differenziano due sistemi base di pensiero: esperienziale e analitico. Il primo è intuitivo, automatico e fondato sull'esperienza, nel senso che si basa su immagini cui sono stati legati sentimenti affettivi attraverso apprendimento ed esperienze. Il secondo è analitico, deliberativo, basato sulla ragione. Il sistema esperienziale, a cui fa riferimento l'affect heuristic non è ritenuto dagli autori del tutto privo di razionalità: esso talvolta può permettere agli individui di essere razionali, ma non sempre lo garantisce. Questo perché, basandosi su veloci risposte che attingono ad una prefigurazione dell'esperienza passata, può fallire nell'anticipare le conseguenze delle decisioni, quando esse risultano essere molto diverse rispetto a quanto si è atteso.

In sostanza, nell'articolo in questione viene proposta l'idea di una "piscina emotiva", un luogo metaforico che raccoglie le immagini segnate dall'affettività nella mente di ognuno, immagini associate inconsciamente o consciamente a sentimenti positivi o negativi. Nel prendere decisioni le persone vanno come a consultare, secondo un processo automatico, questo

magazzino di sentimenti e impressioni disponibili, operazione più facile ed efficiente rispetto all'analisi pesata del singolo caso ma spesso, come si è detto, non efficace.

2.3.2. Prospect Theory.

Altro caposaldo della Finanza Comportamentale è la Prospect Theory, formalizzata da Kahneman e Tversky nell'articolo "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk" del 1979 e rappresentante l'alternativa descrittiva alla Teoria dell'Utilità Attesa (von Neumann e Morgenstern, 1947).

Come già detto, la Teoria dell'Utilità Attesa fu formulata inizialmente dal matematico Daniel Bernoulli nel 1738, applicando per la prima volta l'approccio psicofisico al processo decisionale. Bernoulli ritiene che l'avversione al rischio sia una caratteristica distintiva delle decisioni in condizioni di incertezza e che la valutazione dell'utilità venga formulata in base allo stato della ricchezza finale.

La Prospect Theory si differenzia dalla Teoria dell'Utilità Attesa precisamente su questi due aspetti, in quanto assume che:

- le persone manifestano sia avversione sia propensione al rischio in relazione alle caratteristiche del contesto decisionale;
- il valore soggettivo viene attribuito alle variazioni di ricchezza, nei termini di guadagni e perdite.

Un'ulteriore differenza è rappresentata dal fatto che la Prospect Theory, a differenza della Teoria dell'Utilità Attesa, non si pone come teoria normativa circa il comportamento da adottare nell'assunzione di decisioni in condizioni di incertezza, bensì come teoria descrittiva delle scelte effettivamente realizzate.

Analogamente alla Teoria dell'Utilità Attesa, la Prospect Theory fornisce una sintesi formale di quello che avviene quando un individuo prende una decisione.

L'idea alla base della teoria è che gli individui valutino le alternative di una scelta in termini di "scarto" rispetto a un dato punto di riferimento e che queste valutazioni siano notevolmente diverse a seconda del fatto che si tratti di "guadagni" o "perdite" rispetto a quel punto. Uno stesso prospetto può avere utilità diverse per un decisore a seconda che i suoi possibili esiti siano visti come guadagni o perdite rispetto ad un qualche punto di riferimento, quali possono essere un'aspirazione personale o la situazione attuale del decisore. Di conseguenza quello

stesso prospetto potrà essere dominato o dominarne altri, a seconda del punto di riferimento scelto per valutarli, contrariamente a quanto previsto dalle funzioni di utilità, monotone e crescenti, dell'approccio normativo.

I due autori prendono spunto dalla prima grande critica mossa ai modelli normativi, attuata dall'economista francese Maurice Allais (1953): egli dimostrò come gli uomini violassero sistematicamente gli enunciati della Teoria dell'Utilità attesa con l'esperimento che passò alla storia come il Paradosso di Allais e ne dedusse che gli individui tendono a sopravvalutare i risultati considerati certi e a sottovalutare i risultati considerati solamente probabili.

Sulla sua scia, Kahneman e Tversky (1979) dimostrano l'esistenza di alcuni fenomeni: innanzitutto i soggetti compiono le valutazioni di una scelta relativamente a un punto di riferimento neutro, definito livello di adattamento: al di sotto di questo, i risultati sono tradotti in perdite, mentre al di sopra sono guadagni. Gli effetti evidenziati sono stati definiti come the certainty effect, the reflection effect, the isolation effect e the framing effect.

Il primo, l'effetto certezza, consiste nella preferenza degli individui per un evento certo piuttosto che per un evento probabile, ossia viene scelto un guadagno certo di valore più basso piuttosto che un guadagno probabile di valore più alto.

L'effetto riflessione consiste nella manifestazione esattamente speculare delle preferenze riguardanti eventi positivi ed effetti negativi: gli individui preferiscono gli eventi positivi di valore minore ma con probabilità maggiore, agli eventi positivi di valore maggiore ma con probabilità minore, ed in modo esattamente speculare essi preferiscono gli eventi negativi di valore maggiore ma con probabilità minore, agli eventi negativi di valore minore ma con probabilità maggiore. Inoltre si registra una preferenza per eventi positivi certi invece che per eventi positivi incerti e per eventi negativi incerti invece che per eventi negativi certi: il fenomeno si inverte nel passaggio dalla considerazione di eventi positivi alla considerazione di eventi negativi. Dunque, il principio della sovrastima di ciò che è certo conduce a un'avversione al rischio in caso di eventi positivi, ossia con possibili guadagni, e a una propensione al rischio in caso di eventi negativi, ossia con possibili perdite. Questo spiega uno dei concetti fondamentali alla base della Prospect Theory, ossia il fenomeno dell'avversione alle perdite, cioè la tendenza degli individui a preferire di evitare perdite piuttosto che acquisire guadagni.

Il terzo effetto, dell'isolamento, consiste nella scomposizione di ogni alternativa nei suoi elementi salienti, allo scopo di semplificare il processo di scelta: gli individui si concentrano solo su alcune parti di un'alternativa e non considerano affatto le altre (Kahneman, Tversky, 1979).

L'effetto framing, si riferisce al contesto in cui l'individuo si trova a operare la scelta, in quanto esso ha un effetto determinante sulla scelta stessa. In particolare, il modo in cui il problema viene formulato influisce sul modo in cui l'individuo percepisce il punto di partenza rispetto a cui valutare i possibili esiti delle proprie azioni (Kahneman, Tversky, 1981): le evidenze sperimentali dimostrano che problemi equivalenti, ma descritti in termini di guadagni in un caso ed in termini di perdite in un altro caso, danno origine a decisioni differenti (Rubaltelli, 2006).

Questi effetti svolgono un ruolo essenziale nella valutazione dei risultati finanziari e sono comuni a molti processi automatici di percezione, giudizio ed emozione (Kahneman, 2011).

Kahneman e Tversky proseguono affermando che la Prospect Theory distingue due fasi nel processo di scelta: una fase di strutturazione del problema decisionale seguita da una fase di valutazione.

La fase di editing consiste in un'analisi preliminare delle opzioni presentate, che spesso si realizza tramite una rappresentazione semplificata di queste opzioni. Le operazioni principali della fase di editing sono:

- Coding: i risultati vengono codificati in termini di guadagni e perdite rispetto a un punto di riferimento costituito dallo stato di ricchezza attuale;
- Combination: le opzioni di scelta vengono semplificate combinando le probabilità associate a risultati identici. Per esempio il prospetto (200, .25; 200, .25) verrà ridotta nella forma (200, .50);
- Segregation: alcuni prospetti contengono una componente non rischiosa che viene separata dalla componente rischiosa. Per esempio il prospetto (330, .80; 200, .20) viene decomposto in una vincita sicura di 200 e nell'opzione rischiosa (100, .80). Allo stesso modo, il prospetto (-400, .40; -100, .60) consiste in una perdita sicura di 100 e nell'opzione (-300, .40);

- Cancellation: nel caso in cui vengono valutate più opzioni simultaneamente, le caratteristiche che queste condividono vengono scartate e non sono prese in considerazione ai fini della decisione.

Durante la fase di editing, diviene quindi cruciale il modo in cui il soggetto rappresenta e interpreta le opzioni che gli vengono presentate. Pertanto la frame dependency è uno dei principali assunti su cui si basa la formulazione della Prospect Theory (Alemanni, 2003). Il termine frame dependency indica la relazione di dipendenza che sussiste tra il contesto in cui si assume una decisione e la decisione stessa. In sostanza le nostre scelte dipendono dalle caratteristiche del contesto in cui esse si esplicano e dal modo in cui vengono tratteggiate e interpretate le opzioni decisionali.

Per quanto attiene alla seconda fase, questa è caratterizzata da una valutazione delle opzioni presentate e dalla selezione della scommessa con il valore atteso più elevato (Kahneman, Tversky, 1979). Nella fase di valutazione, il soggetto confronta i diversi prospetti decisionali e sceglie quello con il valore più alto, valore assegnato a ogni opzione secondo la funzione di valore. A parità di punto di riferimento considerato, la funzione di valore non è altro che una funzione di utilità razionale, ben definita, monotona, crescente e continua, in accordo con la teoria di von Neumann e Morgenstern. Tuttavia viene introdotta rispetto a questa una notevole innovazione, che consiste nel fatto che l'argomento della funzione non è il valore oggettivo di un esito, come prevedeva l'approccio normativo, ma il differenziarsi di tale esito oggettivo dal punto di vista individuale, stabilito nella precedente fase di strutturazione dei prospetti.

Infine la Prospect Theory fornisce un'interpretazione alternativa del processo di valutazione delle probabilità associate ai risultati. Essa difatti considera le preferenze come una funzione di "pesi decisionali", che non corrispondono ad effettive probabilità. I pesi decisionali tendono a sovrastimare le piccole probabilità e a sottostimare le probabilità medie o elevate.

L'applicazione della funzione di ponderazione produce la curva rappresentata nella figura 1. La diagonale descrive le probabilità oggettive, rispetto alla quale la curva delle ponderazioni si mantiene al di sopra per le basse probabilità e al di sotto per le probabilità medie ed elevate.

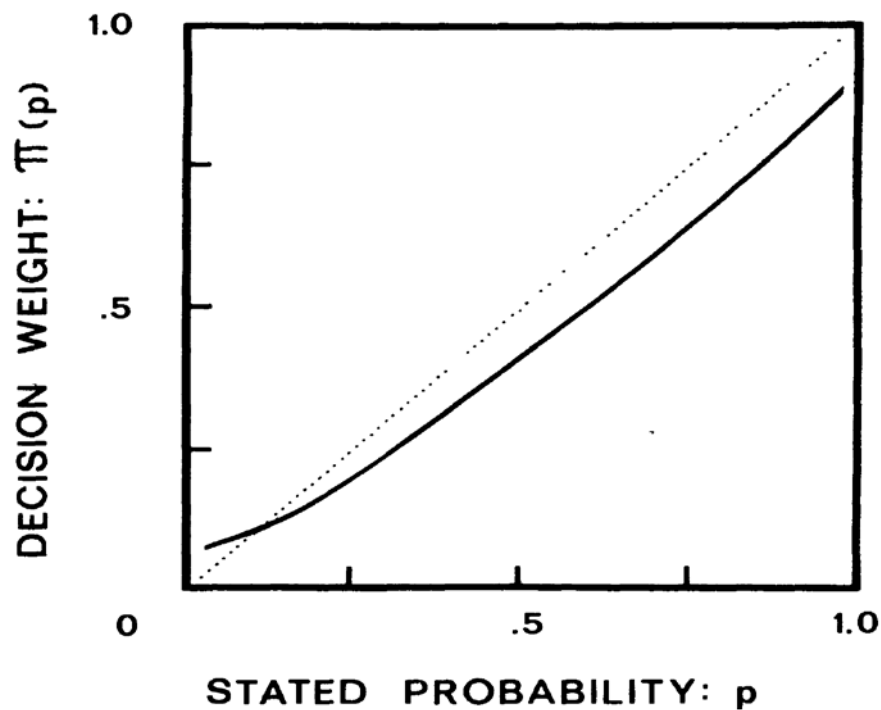


Figura 1: funzione di ponderazione (Kahneman, Tversky, 1979).

“La sottoponderazione di probabilità moderate e alte rispetto a cose sicure contribuisce all’avversione al rischio nei guadagni, riducendo l’attrattiva degli azzardi favorevoli. Lo stesso effetto contribuisce inoltre alla propensione al rischio nelle perdite, attenuando l’avversità degli azzardi sfavorevoli. Le probabilità basse, invece, sono sovraperponderate e le probabilità bassissime sono grossolanamente sovraperponderate o del tutto ignorate, il che rende i pesi decisionali alquanto instabili in tale regione. La sovraperponderazione delle basse probabilità inverte i modelli sopra descritti: rafforza il valore delle prospettive molto improbabili e amplifica l’avversità di una piccola probabilità di grave perdita. Di conseguenza, le persone sono spesso propense al rischio quando si trovano davanti a guadagni improbabili e avverse al rischio quando si trovano davanti a perdite improbabili. Ecco dunque che le caratteristiche dei pesi decisionali contribuiscono all’attrattiva sia dei biglietti della lotteria sia delle polizze assicurative.” (Kahneman, Tversky, 1984).

La Prospect Theory viene rappresentata da una funzione di valore (figura 1) che dimostra le seguenti proprietà: essa non è lineare ma concava nel quadrante dei guadagni e convessa nel quadrante delle perdite, rappresentando così una sensibilità decrescente sia per i guadagni sia per le perdite. La pendenza della funzione cambia bruscamente nel punto neutro (livello di riferimento), indicando che la risposta alle perdite è più forte rispetto alla risposta ai guadagni corrispondenti e spiegando così il fenomeno dell'avversione al rischio.

Essendo la funzione di valore concava nel caso dei guadagni e convessa nel caso delle perdite, è possibile spiegare perché gli individui si comportano in modo differente quando sono messi di fronte a possibili guadagni o a possibili perdite (Rubaltelli, 2006). Infatti le persone mostrano avversione al rischio, quando devono scegliere tra una vincita sicura ed una solo probabile, anche quando quest'ultima ha un'utilità attesa maggiore di quella della vincita sicura. Tuttavia, nonostante le persone siano avverse al rischio nel caso di possibili vincite, esse dimostrano una propensione al rischio nel caso di possibili perdite.

Kahneman e Tversky (1981) spiegano questa tendenza affermando che le persone preferiscono assumersi dei rischi maggiori se devono recuperare una situazione negativa poiché, rischiando, possono cercare di ridurre o di evitare le perdite, mentre risulta più difficile accettare una perdita certa in quanto, in questo caso, non si può posticipare il dolore provocato dalla perdita stessa e non si può nemmeno provare a modificare la situazione, cosa che invece si può sperare che avvenga accettando una scommessa (Rubaltelli, 2006).

A seguito delle sperimentazioni di Kahneman e Tversky, altri studiosi, sia economisti che psicologi, hanno compiuto degli studi empirici, declinando i principi della Prospect Theory nei comportamenti di investimento a livello dei mercati finanziari.

Fondamentalmente gli economisti si sono limitati a considerare il rischio come un indice calcolabile da tenere in considerazione al momento della decisione di investire: essi definiscono il rischio degli investimenti in base al grado di variabilità del valore atteso di un'attività finanziaria e sottolineano l'importanza di tenere ben presente il profilo di rischio/rendimento delle attività sulle quali si decide di investire.

Gli psicologi (Mertz, Slovic e Purchase, 1998; Slovic, 2001) hanno dimostrato che gli individui raramente concepiscono il rischio come qualcosa di oggettivo e misurabile. Inoltre essi hanno la tendenza ad evitare le alternative più rischiose, anche se questo contrasta con i loro obiettivi

di investimento, dal momento che la relazione rischio/rendimento afferma che se maggiore è il rischio inteso come variabilità del rendimento di un'attività finanziaria, maggiore sarà il rendimento nel lungo periodo (Rubaltelli, 2006).

Tra i risultati degli studi psicologici in questione meritano una particolare attenzione i seguenti. Shapira e Venezia (2000) hanno mostrato che gli investitori professionali si comportano diversamente a seconda di come hanno chiuso le contrattazioni nel giorno precedente. Gli investitori professionali operano un numero elevato di scambi, se la perdita con cui hanno chiuso le contrattazioni nel giorno precedente è stata molto elevata. Allo stesso modo coloro che a poche ore dalla chiusura della seduta stanno registrando delle perdite tendono ad essere più attivi, sono cioè coinvolti in più transazioni rispetto a chi ha guadagnato, o non ha perso, durante il resto della giornata.

Olsen (1997) nei suoi studi ha dimostrato che:

- gli investitori definiscono il rischio degli investimenti come il pericolo di ottenere dei risultati inferiori ad un obiettivo prefissato, utilizzato come punto di riferimento per valutare la resa degli investimenti;
- quando una decisione di investimento è descritta in termini di possibili guadagni, le persone sono avverse al rischio, mentre quando la stessa decisione è descritta in termini di possibili perdite, gli investitori sono maggiormente propensi al rischio. Gli investitori infatti tendono a scegliere attività finanziarie con maggiore volatilità quando sono posti di fronte ad un contesto di possibili perdite. In questo caso si raffigurano la scelta di investimento in termini di perdita potenziale ed accettano una maggiore volatilità, così da poter ottenere maggiori guadagni, tali da ripagarli per aver accettato il rischio di perdere (Rubaltelli, 2006);
- la valutazione del rischio legato agli investimenti viene eseguita basandosi principalmente sulla possibilità di ottenere una perdita ingente, sulla possibilità di ottenere un rendimento inferiore agli obiettivi iniziali, sull'abilità di gestire le perdite e sul livello di consapevolezza finanziaria dell'investitore.

Ganzach (2000) ha dimostrato che in molti casi nemmeno gli esperti tengono in reale considerazione gli indici finanziari di rischio delle diverse attività finanziarie, ma anche loro sono influenzati dal grado di familiarità con l'informazione: essi considerano meno rischiosi i titoli scambiati negli asset finanziari a loro più familiari rispetto a titoli appartenenti agli asset

meno familiari. Risultati simili sono stati ottenuti da Shefrin e Statman (2000), che hanno sottolineato come i titoli non siano valutati in termini di relazione tra rischio e rendimento, ma sulla base dell'atteggiamento o di una valutazione affettiva positiva o negativa nei confronti dei titoli stessi.

Kahneman e Tversky e tutti gli autori fin qui citati hanno fornito una visione ampia e dettagliata di come gli individui prendono le loro decisioni; attraverso la Prospect Theory, con tutte le sue evidenze empiriche, hanno elaborato una nuova e diversa descrizione del processo decisionale in condizioni di rischio rispetto a quella proposta dalla Finanza Classica. Essa riguarda tutte le persone inserite in un contesto che si trovano alle prese con scelte personali; ovviamente tra queste ci sono anche gli operatori finanziari che vivono immersi nel mercato finanziario, sovraesposti a una tale disponibilità di informazioni sui comportamenti di investimento che il loro orizzonte cognitivo viene ristretto, così come l'orizzonte temporale delle scelte finanziarie (Ferrari, Romano, 1999). Tutto questo ne indebolisce la razionalità.

Uno dei punti di forza della Prospect Theory e, più in generale, dell'approccio descrittivo allo studio della decisione adottato da Kahneman e Tversky, è stato quello di individuare e di inquadrare in una teoria ben formalizzata una serie di fenomeni fino ad allora non presi in considerazione dal modello normativo. Essa quindi costituisce senz'altro un importante progresso nello studio della decisione e apporta un contributo significativo in numerosi ambiti, primo tra tutti quello economico come la teoria del mental accounting (Thaler, 1999).

L'approccio di Kahneman e Tversky, che consiste nel voler confrontare sistematicamente le prestazioni degli agenti razionali della teoria UA con quelle degli individui reali, ha avuto largo seguito. L'obiettivo dei nuovi studi è sia quello di individuare le divergenze tra i comportamenti effettuati e quelli predetti, sia quello di sviluppare "correttivi psicologici" ai concetti e ai processi descritti dai modelli normativi, per aumentarne la portata esplicativa e predittiva.

2.3.3. Bias.

I bias possono derivare da condizionamenti interni, e allora si tratta di bias cognitivi ed emotivi, o esterni, e allora si tratta di, bias sociali.

I bias cognitivi sono condizionati dalle tre euristiche ritratte da Kahneman e Tversky.

Tra i principali errori cognitivi o bias, derivanti dall'applicazione delle euristiche, che vengono commessi da tutti gli individui e in particolare dagli investitori finanziari troviamo:

- overconfidence;
- eccessivo ottimismo;
- bias di conferma (*beliefs of perseverance e confirmatory biases*);
- illusione del controllo;
- paura del rimpianto;
- mental accounting;
- effetti di framing;
- under reaction e over reaction;
- conservatorismo;
- avversione per l'ambiguità;
- effetto disgiunzione;
- home bias.

Overconfidence.

Con il termine overconfidence si intendono generalmente gli atteggiamenti di sovrastima delle proprie capacità, un'eccessiva sicurezza nei propri mezzi e una sopravvalutazione delle proprie conoscenze e della esattezza delle informazioni a disposizione.

Essa si definisce come la convinzione che le proprie qualità personali siano migliori di quanto in realtà lo sono (Baker, Nofsinger, 2010). In sostanza, si accorda un livello di probabilità molto alto all'opinione personale e si eccede, sia verso l'alto sia verso il basso, nel dare valutazioni probabilistiche. Si ritiene che l'overconfidence derivi da altri due errori: il self-attribution bias, che descrive la tendenza ad attribuire i successi al proprio talento e gli insuccessi alla sfortuna, e l'hindsight bias, che riporta la tendenza a credere di aver predetto un evento però dopo che esso è accaduto (Barberis, Thaler, 2003).

L'overconfidence è una caratteristica propria delle persone, non dei mercati finanziari, che influenza notevolmente il comportamento degli investitori: ritenersi particolarmente abili e competenti induce i soggetti a effettuare delle operazioni anche abbastanza rischiose, che normalmente non compirebbero.

I principali autori che hanno studiato questo bias sono Lichtenstein, Fischhoff e Philips, essi hanno dato il via al lavoro di numerosi psicologi cognitivi ed economisti.

Barber e Odean (1999) evidenziano come la presenza di overconfidence nei mercati finanziari porti gli investitori a compiere scambi non profittevoli che, dopo diversi intervalli temporali, non coprono i costi sostenuti, ottenendo un guadagno minore del 6%, che è la percentuale media dei costi di transazione.

Un'ulteriore studio dimostra che l'overconfidence è tipica degli operatori più giovani che, avendo sperimentato nella loro breve carriera delle performance relativamente brillanti, aumentano la sicurezza nelle loro abilità fino a diventare iper-sicuri. Osservando la vita di un investitore medio, si può vedere come il livello di overconfidence assume un andamento crescente e poi decrescente: è più alto negli investitori che sono presenti sul mercato finanziario da meno tempo, mentre è più basso nelle persone con maggiore esperienza, poiché quest'ultime sviluppano un processo più oggettivo di valutazione delle proprie capacità.

Barberis e Thaler (2001) affermano che l'esistenza di overconfidence si presenta principalmente in due casi:

1. in quegli individui che sono mal calibrati nel fornire stime di probabilità: ad esempio, danno per certo un evento che avviene nell'80% delle volte e come impossibile un evento che avviene il 20% delle volte;
2. in quegli individui che stimano le quantità con intervalli di confidenza troppo ristretti, in cui cioè il limite superiore è troppo basso e quello inferiore troppo alto.

Nonostante ormai, nel mercato finanziario, sia piuttosto semplice capire quali previsioni sono viziate da overconfidence, tale fenomeno sembra permanere e presentarsi sistematicamente nei comportamenti di molti individui, che non riescono a liberarsi da questo atteggiamento e ad imparare dagli errori passati.

Eccessivo ottimismo.

L'eccessivo ottimismo deriva dall'overconfidence e si riferisce alla convinzione che gli eventi futuri abbiano molta più probabilità di essere positivi di quanto sia realistico ritenere (Hens, Rieger, 2010). Questa convinzione a sua volta genera la tendenza a sottostimare la probabilità personale di essere esposti ad eventi negativi (Araldi, 2011). Si inserisce in questo discorso l'illusione del controllo, nel senso che quando si crede di avere un controllo personale su un evento si sottostima il grado di probabilità che ad esso si accompagnino conseguenze negative. Inoltre, si incappa spesso in una fallacia sistematica nel pianificare le tempistiche di

svolgimento dei compiti, pensando che quest'ultimi possano essere portati a termine molto prima di quanto di fatto succede (Barberis, Thaler 2003).

Fu Weinstein nel 1980 ad osservare per primo il bias che emerge quando si formulano giudizi comparativi tra la propria personale vulnerabilità rispetto ad un evento negativo e quella di qualcun altro. In queste stime di rischio c'è la tendenza a sottostimare la propria probabilità di incorrere in eventi negativi rispetto alla media delle altre persone: questo fenomeno pervasivo è stato denominato bias "ottimistico". Questo eccessivo ottimismo non è da considerarsi un tratto di personalità stabile, bensì una distorsione cognitiva sistematica, che può venire amplificata o ridotta da diverse condizioni.

In particolare, molti studi hanno confermato che il bias aumenta quando si valutano attività messe in atto personalmente dall'individuo, cioè quelle attività in cui le conseguenze possono essere attribuite alla propria capacità nel gestire la situazione e di cui si ha più esperienza; al contrario il bias diminuisce quando si valutano situazioni più passive, verso le quali si sente di non avere nessuna possibilità di controllo e intervento. In pratica, il bias cresce, se si ha un locus of control interno unito ad una elevata stima di autoefficacia (Horrens e Buunk, 1993), viceversa diminuisce quando si valutano situazioni in cui non si ha la possibilità di agire per ridurre il rischio (locus of control esterno) e quando il gruppo di riferimento con cui si confronta il rischio personale è percepito come simile o vicino a sé.

Questo bias a volte sembra addirittura sparire in alcune condizioni di rischio ed essere sostituito da una tendenza opposta, chiamata bias "pessimistico".

Mentre il bias ottimistico sembra emergere per rischi di natura incidentale e familiare, quello pessimistico appare per rischi percepiti come comuni, reali e non familiari. La ragione di questa diversità di valutazione sembra essere dovuta ad una questione di efficacia adattiva: nel primo caso, un atteggiamento ottimistico può aiutare a liberarsi dall'ansia ed ad affrontare più tranquillamente le attività quotidiane, nel secondo caso invece risulterebbe più adattivo ricercare le informazioni per poter mettere in pratica le dovute precauzioni contro dei rischi reali e presenti.

L'eccessivo ottimismo si riscontra anche in ambito finanziario: se tendenzialmente gli investitori avversi al rischio tendono a ritardare le scelte di investimento sino a quando hanno a disposizione sufficienti informazioni, gli investitori "ottimisti" agiscono nei mercati finanziari come se percepissero scarsi rischi anche nell'investire, per esempio, in titoli a rischio in condizioni di incertezza.

Bias di conferma: beliefs perseverance e confirmatory biases.

Simile all'ancoraggio nella logica sottesa è il meccanismo di beliefs perseverance, con esso si intende che una volta formatasi un'opinione si osserva un aggrapparvisi strettamente molto, troppo, a lungo. Questo accade per due ordini di motivi: le persone solitamente sono riluttanti ad andare alla ricerca di prove in contrasto con le proprie convinzioni e, nel caso in cui le evidenze siano anche trovate, esse vengono trattate con forte scetticismo (Barberis, Thaler, 2003).

E' riconosciuta anche l'esistenza del confirmation bias, che addirittura può portare ad interpretare erroneamente le prove contro una certa ipotesi fino a ritenerle a favore di essa. Generalmente, con il termine "bias di conferma" si intende la tendenza umana ad agire seguendo la propria visione del mondo e a prendere per buone le ipotesi che confermano il proprio modo di sentire e pensare.

Si può dire che il bias di conferma sia una strategia per evitare la dissonanza cognitiva, concetto proposto da Festinger, che fa riferimento ad una situazione in cui nella mente di una persona si esplicitano contemporaneamente delle informazioni in contrasto fra loro riguardanti la stessa questione.

Applicando il concetto al campo finanziario, il bias di conferma si può rintracciare nella tendenza degli investitori, che si trovano nella condizione di incertezza tipica di una decisione di investimento, ad interpretare le informazioni sulla base di una o più impressioni iniziali, che verranno poi ulteriormente rafforzate attraverso una lettura selettiva e distorta dei dati reali e, nello stesso tempo, a scartare quelle contrarie. Il risultato è duplice: diventiamo iper-sicuri di ciò che pensiamo di sapere, ma corriamo anche seri rischi che le nostre valutazioni siano errate, poiché siamo poco attenti agli elementi che non le supportano.

Una possibile spiegazione di questo fenomeno si trova nel libro di G. Belsky e T. Gilovich, "Why smart people make big money mistakes and how to correct them" (2000). Secondo gli autori l'errore può essere spiegato a due livelli: in primo luogo poiché si configura come un'istintiva modalità di ancoraggio alle nostre preferenze, in secondo luogo. Il che rende conto del fatto che sia un fenomeno così pervasivo e frequente, poiché siamo profondamente restii a cercare di smentire ciò in cui crediamo. Cercare informazioni che possano contraddire ciò che pensiamo di sapere non ci è naturale, anzi, tendiamo a trascurare sistematicamente tali evidenze.

L'illusione del controllo.

Questo tipo di illusione consiste nella sottostima della probabilità che un evento o un comportamento abbia delle conseguenze negative, se si ritiene di avere un controllo personale diretto su di esso.

Il fenomeno dell'illusion of control ha acquisito notevole importanza, soprattutto nel campo della psicologia: molte ricerche hanno dimostrato che le persone spesso percepiscono un controllo maggiore di quello che in realtà hanno, immaginano collegamenti dove non ci sono e si attribuiscono un'incredibile capacità predittiva su eventi regolati dalla caso.

In uno studio condotto da Langer e Roth è emerso che il coinvolgimento è l'elemento che più di tutti è in grado di promuovere l'illusione in alcuni investitori che usano Internet. Poiché questi investitori on-line piazzano i loro ordini senza l'intermediazione, via telefono, di un broker, ritengono che questa partecipazione diretta migliori le probabilità di ottenere risultati favorevoli e, di conseguenza, decidono di aumentare il volume del trading.

Inoltre, l'illusion of control aumenta la volontà di investire anche su alternative ritenute meno favorevoli, ma su cui si può esercitare un controllo diretto: quest'ultimo è considerato elevato se l'investimento è scelto in prima persona, se lo si può monitorare costantemente e, nel caso, movimentare in pochi secondi con il proprio computer.

Ciò è inevitabilmente anche dovuto alla "sensazione di potere" provata dai visitatori dei siti web finanziari: molti di questi portali enfatizzano, attraverso la pubblicità, l'importanza di avere il controllo dei propri investimenti. Le sensazioni generate da tali dichiarazioni convincono i navigatori a fare degli investimenti online, rinforzando il controllo illusorio.

Questa distorsione cognitiva diminuisce con il passare del tempo e con l'aumento dell'esperienza nel praticare un investimento, o una qualsiasi operazione, grazie ad una migliore capacità di valutazione dei risultati attesi e del controllo che si ha su di essa.

La paura del rimpianto.

Questo bias si riferisce alla tendenza degli individui a sentirsi più afflitti per una scelta che si è rivelata sbagliata, rispetto all'errore effettivamente prodotto in seguito a tale scelta. A causa di questa "paura" del rimpianto, i soggetti tendono a voler rinviare una decisione, con la scusa di voler aspettare per ottenere maggiori informazioni, anche se, in realtà, queste ultime raramente cambiano la decisione.

Nelle scelte di investimento la paura del rimpianto svolge un ruolo fondamentale nel processo decisionale, spingendo un investitore a tenere più a lungo un titolo perdente e vendere un

titolo vincente. Questa tendenza è motivata dal diverso modo di stimare le perdite e le vincite: gli investitori vendono le azioni vincenti, perché la paura di subire una perdita dopo un guadagno è molto più dolorosa rispetto ad un guadagno dopo la perdita. Se poi il titolo perdente che hanno trattenuto dovesse risalire, tenderanno a vendere non appena saranno in equilibrio, poiché sopportare un deprezzamento li farebbe sentire molto peggio rispetto ad un deprezzamento continuo.

In questi casi, un elemento fondamentale per gli investitori è seguire il comportamento della folla ed il senso comune, per evitare la sensazione dovuta alla paura del rimpianto nel caso in cui la loro decisione dovesse rivelarsi sbagliata: per loro è importante sapere che, se sono in perdita, nella loro situazione ci sono molte altre persone.

Un fenomeno collegato alla paura del rimpianto è quello della dissonanza cognitiva, studiata per la prima volta da L. Festinger nel 1957: una volta che un individuo ha effettuato una determinata scelta, cercherà di filtrare tutte le informazioni ricevute in base a tale scelta, evitando accuratamente tutte quelle contrarie.

Il mental account.

Questa euristica, studiata da Shefrin e Thaler (Shefrin e Thaler, 1992) si riferisce alla tendenza degli individui a assegnare un diverso valore ai soldi, a seconda della loro destinazione d'uso, vacanza, divertimento o mutuo, e della loro provenienza, guadagnati col lavoro o vinti al gioco o ereditati.

L'idea di un sistema di conti mentali viola il principio fondamentale di fungibilità del denaro, secondo il quale il denaro non dovrebbe avere alcuna etichetta, nel senso che, a priori, può essere destinato a qualsiasi uso. Secondo Thaler invece le persone tendono ad avere dei limiti di budget per diverse categorie di consumo ed a classificare in veri e propri conti, a cui sono associati diversi livelli di propensione al consumo dei fondi, il loro stock di ricchezza e il loro reddito.

Nell'ambito degli investimenti finanziari, la contabilità mentale riguarda il modo in cui le persone si rappresentano le loro azioni in termini di guadagno e di perdita. In alcuni casi le persone possono utilizzare un solo conto mentale generale, che comprende tutte le operazioni compiute in un certo periodo; in questo caso si parla di conti mentali "integrati", che rappresentano la differenza tra ciò che l'individuo ha guadagnato e ciò che ha perso. In altre situazioni le persone utilizzano conti mentali "separati", rappresentandosi i guadagni e le

perdite in due conti mentali differenti; in questo caso l'individuo valuterà le strategie per ridurre le perdite in modo indipendente da quelle per incrementare i guadagni.

Secondo Thaler (1999) la prospettiva di chiudere un conto in perdita e di dover dichiarare il mancato guadagno è vissuta in modo "doloroso" dagli investitori e per questo motivo essi tendono a non vendere titoli che stanno perdendo valore. Ciò potrebbe, per esempio, spiegare perché le persone tendono a vendere troppo presto i titoli in rialzo e a tenere troppo a lungo i titoli in ribasso (Shefrin e Statman, 1985). Anche questo bias sembra quindi essere alla base del Disposition Effect.

Benartzi e Thaler (1995) hanno studiato la relazione tra il modo in cui gli investitori decidono di collocare i risparmi in un portafoglio di investimento e la loro tendenza ad utilizzare una contabilità mentale di tipo separato per le diverse opzioni possibili per la creazione del portafoglio. Ai partecipanti del loro esperimento venivano proposte diverse opzioni tra cui decidere come distribuire i risparmi da investire. Si osservò che quando sono disponibili due fondi di cui il primo investito in azioni ed il secondo investito in bond, le persone investono metà del loro patrimonio nel primo fondo e metà nel secondo. Se ai due fondi iniziali si aggiunge un terzo fondo investito in azioni, si osserva che le persone dividono equamente i loro investimenti tra i tre fondi, costruendo così un portafoglio costituito per due terzi da azioni e per un terzo da bond. Si può supporre che gli investitori valutino le tre opzioni separatamente e non come parti di uno stesso portafoglio. Tuttavia se con due soli fondi disponibili si investe metà del patrimonio sul fondo azionario e l'altra metà del patrimonio in obbligazioni, allora anche nelle altre situazioni si dovrebbe ottenere un portafoglio costituito al cinquanta per cento da azioni ed al cinquanta per cento da bond, indipendentemente dal numero di opzioni che costituiscono il portafoglio dell'investitore. Questi risultati si configurano come un'evidenza della scarsa capacità degli investitori individuali ad interpretare il concetto di diversificazione del portafoglio.

Quanto appena detto può aiutare a rispondere ad una domanda che ha a lungo assillato gli economisti americani e non solo: il così detto "dividend puzzle". Perché le società quotate in borsa pagano dividendi? Negli USA i dividendi entrano a far parte del reddito imponibile di chi li percepisce e quindi sono tassati più pesantemente dei capital gain. Data questa distorsione fiscale, sarebbe razionale per le aziende evitare di pagare dividendi e remunerare gli azionisti

solo attraverso riacquisti di azioni proprie (buy-back). Invece le aziende continuano a distribuire dividendi, forse perché, come suggerisce la soluzione proposta dal mental accounting (Shefrin e Statman, 1984), agli investitori fa piacere avere da spendere dei contanti generati da questi pagamenti, che spesso vengono consumati quasi interamente, mentre si stenta a vendere le azioni per finanziare il consumo: realizzare i capital gain generati è un'alternativa che spesso non viene neanche considerata. In altre parole, il pagamento dei dividendi fornisce agli azionisti una semplice regola naturale di self-control ed è quindi comodo e compatibile con il loro sistema di contabilità mentale; i dividendi danno modo all'individuo di ottenere un flusso di reddito percepito come facilmente spendibile e separato dalla propria ricchezza finanziaria, che non va toccata.

Effetti di framing: la loss aversion.

Nelle scienze sociali i frames sono degli schemi cognitivi che consistono nella strutturazione organizzata di conoscenze riguardanti situazioni o individui; tali schemi sono stati costruiti a partire dalle esperienze precedenti dei soggetti ed usati sia per elaborare nuove informazioni che per richiamare quelle già memorizzate. I frames servono quindi a valutare le informazioni e a colmare i vuoti, quando queste mancano o sono ambigue.

In ambito finanziario, si verifica un framing effect quando le decisioni di un investitore vengono facilmente influenzate dal modo in cui viene presentata la descrizione del compito decisionale, che va a formare il suo quadro di riferimento.

Il framing è un fenomeno ampiamente trattato da Kahneman e Tversky (1979), nella Prospect Theory.

Dagli studi dei due autori si può vedere come cambiano le scelte delle persone di fronte ad un medesimo problema in base al focus. In particolare, si osserva un'inversione, uno spostamento delle preferenze a seconda che ci si trovi in una situazione in cui la descrizione di un contesto è in negativo piuttosto che in positivo, oppure che i risultati siano proposti in termini di perdite o di guadagni.

L'effetto framing ha un forte impatto sull'atteggiamento verso il rischio, infatti gli studi che lo formalizzano nascono proprio dallo sviluppo della Prospect Theory che vuole dar conto del processo di presa di decisione in condizione di rischio (Montier, 2002; Araldi, 2011; Hens, Rieger, 2010; Motterlini, Guala, 2011). Nel caso di guadagni mediamente si nota una

propensione al rischio, in caso di perdite invece prevalgono scelte di avversione, in linea con il fenomeno di avversione alle perdite, che definisce sostanzialmente un'asimmetria nel trattare le perdite rispetto ai guadagni (Araldi, 2011). Questo avviene perché vi è una spiccata tendenza a valutare fortemente, a pesare molto, gli outcomes negativi più che i valori attesi, che ne riflettono le probabilità (Baker, Nofsinger, 2010). Il fenomeno è governato da un circuito motivazionale, loss avoidance system, che si attiva fisicamente quando si percepiscono pericoli, facendo sorgere sentimenti di paura e ansia; è legato infatti ad alcune zone del sistema limbico, in particolare amigdala e insula anteriore, che sono riconosciuti come centri emotivi della paura (Baker, Nofsinger 2010). C'è un collegamento, quindi, tra l'attivazione di queste zone del cervello e le scelte soggette ad effetto framing e avversione alle perdite (Motterlini, Guala, 2011).

L'avversione alle perdite è l'asimmetria di comportamento degli individui nel trattamento delle perdite rispetto ai guadagni. Gli individui sono più sensibili, in termini di utilità marginale, ad una diminuzione della loro ricchezza investita, piuttosto che all'aumento di questa: le perdite sono valutate più pesantemente rispetto ai guadagni. Di conseguenza, dal punto di vista affettivo, una perdita provoca un vissuto emotivo molto più negativo, rispetto alla felicità generata da un guadagno della stessa cifra.

Da questo fenomeno deriva un diverso modo di considerare e di calcolare il rischio, che crea misure di rischio asimmetriche o downside risk, ossia il rischio inteso nelle sue manifestazioni negative, quando, fissato un livello come obiettivo di rendimento, non lo si raggiunge.

Underreaction e Overreaction.

Il primo può essere definito come il fenomeno per cui i prezzi dei titoli sottoreagiscono alle nuove informazioni in un periodo di tempo relativamente breve, ovvero si modificano lentamente e non sempre in relazione all'annuncio di una notizia che li riguarda.

Generalmente si verifica che il rendimento medio dei titoli nel periodo successivo alla pubblicazione di una buona notizia è superiore al rendimento medio nel periodo successivo ad una brutta notizia. Questo significa che un titolo sottoreagisce alla buona notizia nel momento in cui viene pubblicata, ma corregge l'errore offrendo rendimenti maggiori nel periodo immediatamente successivo (generalmente un anno) (Barberis, Shleifer e Vishny, 1998).

Vi è ampia evidenza empirica a dimostrazione del fenomeno dell'underreaction. Tra i contributi più importanti, Cutler, Poterba e Summers (1991) e Jegadeesh e Titman (1993) hanno esaminato e confermato l'esistenza di autocorrelazione positiva dei rendimenti dei titoli

nel breve periodo, che implica l'iniziale underreaction e il successivo adeguamento dei prezzi alle nuove informazioni.

L'overreaction consiste invece nella situazione, opposta alla precedente, in cui i prezzi dei titoli sovrareagiscono alle nuove informazioni nel lungo periodo, ovvero si modificano eccessivamente in reazione ad una nuova notizia che li riguarda.

Generalmente si verifica che il rendimento medio dei titoli nel periodo successivo alla pubblicazione di una serie di buone notizie è inferiore al rendimento medio nel periodo successivo alla pubblicazione di una serie di cattive notizie. Questo può significare che il titolo sovrareagisce alla serie di buone notizie durante la loro pubblicazione, ma corregge questo errore offrendo rendimenti minori successivamente (Barberis, Shleifer e Vishny, 1998).

Anche per il fenomeno dell'overreaction vi è una grande evidenza empirica. Tra i contributi più noti, De Bondt e Thaler (1985) e Fama e French (1998) hanno dimostrato l'esistenza di autocorrelazione negativa dei rendimenti durante i tre-cinque anni successivi alle nuove notizie, che implica l'iniziale overreaction e il successivo adeguamento dei prezzi alle nuove informazioni.

L'evidenza di questi fenomeni costituisce una forte contraddizione all'Efficient Market Hypothesis, poiché suggerisce che investitori preparati possano facilmente ottenere extraprofitti traendo vantaggio dalla loro conoscenza.

Sebbene underreaction e overreaction siano molto ben documentate, appare ancora difficile comprendere le cause e le modalità con cui avvengono. Si ritiene che la underreaction sia connessa al concetto di conservatorismo e la overreaction a quello di rappresentatività. Tuttavia, vi è ancora ampio disaccordo tra le opinioni degli studiosi.

Conservatorismo.

Definito per la prima volta da Edwards (1968), il conservatorismo è un diffuso pregiudizio che influenza gli individui nel prendere decisioni. Esso può essere definito come una resistenza al cambiamento, una tendenza degli individui a mantenere le proprie convinzioni o a cambiarle lentamente, anche di fronte all'evidenza del contrario (Barberis, Shleifer e Vishny, 1998).

Il fenomeno del conservatorismo permette di dare spiegazioni delle regolarità presenti nei mercati finanziari, che altrimenti sarebbero di difficile giustificazione. Gli operatori "conservatori" sottostimando il contenuto informativo dei segnali legati a fattori di natura temporanea e rimangono ancorati al bagaglio informativo precostituito. Di conseguenza, il

diffondersi di notizie riguardanti alcuni titoli viene assorbita lentamente dai prezzi, generando sottoreazione e autocorrelazione positiva nel breve termine.

Griffin e Tversky (1992) hanno approfondito l'argomento. Secondo i due autori ogni segnale esterno ha due caratteristiche fondamentali: il peso e la forza. La forza consiste nell'importanza evocativa, la salienza informativa, mentre il peso si riferisce al contenuto informativo dal punto di vista statistico e comprende vari elementi, tra cui la dimensione del campione. Gli investitori tipicamente si focalizzano troppo sulla forza e poco sul peso di ogni nuova informazione. Quindi, i soggetti mostrano un comportamento conservatore quando vi sono annunci che hanno poca forza ma molto peso: i decisori sono poco influenzati dalla ridotta significatività e reagiscono in misura minore rispetto al peso effettivo del segnale; quando invece vi sono nuove informazioni che hanno molta forza ma poco peso i soggetti reagiscono in modo eccessivo, dando un'importanza sproporzionata a segnali molto rilevanti ma statisticamente deboli.

Si è dimostrato sperimentalmente che un individuo reale modifica la propria convinzione di fronte all'evidenza in modo meno accentuato e meno rapido rispetto al modello razionale bayesiano. Si osserva inoltre che questo effetto è direttamente proporzionale all'obiettivo utilità della nuova evidenza.

Avversione per l'ambiguità.

Si tratta di un fenomeno distinto dall'avversione per il rischio, in quanto individua un rifiuto dei rischi basato anche sulla misura della loro certezza e non solo sulla misura della loro ampiezza. In altre parole, l'avversione per l'ambiguità consiste nella tipica preferenza degli individui per ciò che è familiare rispetto a ciò che non è familiare (Shefrin, 2002).

Questo fenomeno è stato successivamente studiato da vari autori, tra cui Fox e Tversky che, attraverso un esperimento, hanno fornito indicazioni circa la sua causa: essa può essere spiegata dalla cosiddetta ipotesi della comparative ignorance (Fox e Tversky, 1995).

Secondo l'ipotesi dell'ignoranza comparativa, l'avversione per l'ambiguità sorge quando l'individuo nota il contrasto che esiste tra la sua limitata competenza nei confronti di un certo evento e la sua superiore competenza nei confronti di un altro evento. Quindi, l'avversione per l'ambiguità si manifesta quando c'è contrasto tra eventi più familiari ed eventi meno familiari, mentre non si manifesta in assenza di questo contrasto. Oltre a questo, esistono altre possibili situazioni che possono determinare un'avversione per l'ambiguità.

Questo fenomeno è fortemente influenzato dalle caratteristiche del contesto e si manifesta maggiormente in quattro situazioni specifiche. Gli individui manifestano maggiore avversione per l'ambiguità quando sono stati precedentemente interrogati su temi più familiari e, viceversa, manifestano minore avversione per l'ambiguità quando sono stati interrogati su temi meno familiari. In secondo luogo, l'avversione per l'ambiguità è maggiore nella prima scommessa di una serie e minore nelle successive. Terzo, si manifesta maggiormente quando gli individui sono in presenza di informazioni che non sanno utilizzare piuttosto che in assenza di queste. Infine, c'è maggiore avversione per l'ambiguità quando gli individui operano in giochi competitivi piuttosto che in giochi non competitivi.

Effetto disgiunzione.

Con questo fenomeno si indica la tendenza degli individui ad attendere che un'informazione non necessaria venga rivelata prima di prendere una determinata decisione. Può accadere infatti che gli individui siano perfettamente capaci di decidere, ma preferiscano aspettare la pubblicazione di un'informazione di cui non hanno bisogno prima di effettuare la scelta.

L'effetto-disgiunzione è stato dimostrato sperimentalmente da Tversky e Shafir (1992), i quali hanno osservato come le elezioni presidenziali statunitensi influenzino la volatilità del mercato finanziario sebbene non abbiano alcuna diretta conseguenza su di esso.

Questo particolare effetto potrebbe spiegare fenomeni quali il cambiamento della volatilità o del volume di scambi dopo la pubblicazione di particolari informazioni, anche se queste non hanno immediata connessione con i mercati finanziari.

Home bias.

Consiste nella propensione degli investitori a preferire titoli domestici a titoli esteri per la composizione del proprio portafoglio.

French e Poterba (1991) mostrano come gli investitori americani, giapponesi e inglesi allocano rispettivamente il 94%, 98% e 82% del loro portafoglio in titoli domestici. Una possibile causa di questo comportamento può trovarsi nel costo del reperimento delle informazioni: investire in titoli esteri obbliga i soggetti a conoscerne l'ambiente, anche dal punto di vista legale. Altre possibili spiegazioni possono essere il fatto che i titoli domestici forniscono una maggiore copertura dei rischi nazionali o semplicemente che gli agenti sono più ottimisti in relazione all'andamento dei mercati finanziari domestici rispetto a quelli esteri.

A conclusione di quanto sopra detto gli psicologi hanno ripetutamente dimostrato che riconoscere gli errori e le distorsioni cognitive appena descritte non determina di fatto un cambiamento automatico dei comportamenti, in quanto le dinamiche psicologiche che governano i bias tendono a perdurare e a non variare nel tempo: gli individui potranno sul lungo termine imparare ad evitare gli errori, ma il processo di apprendimento sarà lento e richiederà notevoli sforzi.

Purtroppo, in ambito finanziario, tra il momento in cui si prendono le decisioni e quello in cui se ne conoscono gli esiti può passare molto tempo e questo è un fattore non indifferente, poiché l'importanza dei tempi di feedback, come è intuibile, risulta essere fondamentale per correggere gli errori cognitivi.

Si rende perciò necessario lo sviluppo e la diffusione di tecniche di debiasing, che permettano di arginare gli effetti dei bias sulle decisioni di investimento. Un programma di debiasing può combinare l'utilizzo di diverse tecniche:

- Avviso: viene segnalata al soggetto la circostanza in cui sta compiendo l'errore;
- Descrizione dell'errore;
- Riscontro: vengono descritte le conseguenze dell'errore;
- Addestramento: viene suggerito il comportamento più corretto da adottare nei diversi contesti.

Tuttavia la procedura più efficace consiste nel learning by doing, ovvero nella simulazione di contesti decisionali caratterizzati da incertezza, che permettano di memorizzare l'errore compiuto, le sue conseguenze e le azioni correttive necessarie (Alemanni, Brighetti e Lucarelli, 2012).

2.4. Finanza Comportamentale e collettivismo psicologico.

Come accennato in precedenza, sostanzialmente si possono individuare due tipologie di comportamenti psicologici in ambito finanziario: i primi, di cui si è già ampiamente parlato, legati alla soggettività degli individui, i secondi che caratterizzano l'individuo come parte della collettività.

Nessun individuo, in nessuna situazione, si trova mai completamente isolato dal resto della società o semplicemente dai gruppi di cui fa parte. La cultura, gli atteggiamenti, le opinioni e i comportamenti dei gruppi influenzano profondamente e pervasivamente la vita di ciascuno di noi, i nostri comportamenti e le nostre decisioni. Questo tipo di dipendenza è profondamente

radicato nel nostro sviluppo filogenetico e viene paragonato a quello degli animali che si muovono in branco, il cosiddetto Herding Behavior (Smith, Suchanek e Williams, 1988; De Bondt e Forbes, 1999; Prechter 2001). Tale “dipendenza” dai gruppi si dimostra essere maggiore soprattutto in quelle situazioni decisionali che sono caratterizzate da incertezza tra le quali, come è stato già detto in precedenza, spiccano le scelte che avvengono in ambito finanziario.

In questo ambito i fenomeni più comuni legati all’inserimento dell’individuo nella collettività sono quelli definiti dalle teorie del comportamento imitativo e del contagio dei pensieri, teorie che spesso si sovrappongono tra loro e si integrano.

2.4.1 Teoria del Comportamento Imitativo: Herding Behavior.

Questa teoria si riferisce al fenomeno per cui un gruppo di individui agisce nello stesso modo pur non avendo, tra loro, nessuna forma di coordinamento organizzato; questi individui sembrano agire come se facessero parte di un branco, secondo un fenomeno tipico del mondo animale. Il vocabolo inglese herd, infatti, significa mandria, gregge, branco, pertanto l’Herding Behavior indica la condotta imitativa e gregaria che si realizza nel momento in cui le persone si adeguano alle azioni altrui, trascurando le informazioni private in possesso del singolo individuo, che suggeriscono un comportamento divergente (Banerjee, 1992). In campo finanziario questo si traduce nel fatto che i comportamenti e le opinioni dell’insieme degli operatori economici esercitano un’influenza notevole sui comportamenti e le opinioni del singolo agente.

In generale, il termine Herding Behavior nei mercati finanziari, indica il comportamento imitativo, messo in atto da alcuni agenti, per quanto riguarda le scelte di investimento e la gestione degli asset. La sua importanza è da attribuirsi in particolare al fatto che questo fenomeno si presenta come una possibile spiegazione all’eccesso di volatilità finanziaria, che corrisponde alla variabilità dei prezzi di mercato (Ferrari, Romano, 1999). Si tratta di un problema centrale nel mondo finanziario, poiché le oscillazioni di mercato possono mutarsi in vere e proprie crisi finanziarie. Alcuni osservatori sostengono infatti che l’imitazione possa aggravare l’instabilità, facendo aumentare la fragilità generale del sistema finanziario (Bikhchandani, Sharma, 2001), e che i comportamenti gregari siano artefici della destabilizzazione dei mercati finanziari e della diminuzione del welfare (Heinemann, 2012).

Inizialmente l'Herding Behavior in campo finanziario è stato osservato come fenomeno laterale, per poi arrivare allo sviluppo di specifici modelli. Alcuni degli studi ormai classici sull'Herding Behavior sono quelli di Banerjee (1992), Bikhchandani et al. (1992), Welch (1992). Secondo gli autori un agente può essere definito "imitatore" se, sapendo che altri stanno investendo, cambia la propria decisione di non investire operando il medesimo investimento. Oppure viceversa se, potendo tornare indietro, non avrebbe più fatto un determinato investimento, se fosse venuto a conoscenza che altri avevano deciso di non farlo (Bikhchandani, Sharma, 2001). Un ruolo centrale è ricoperto dall'informazione, che verrà approfondito anche in seguito, con le cascate informative. Wilye (2005) evidenzia proprio questo aspetto quando afferma che l'imitazione di un gruppo di agenti economici insorge nel momento in cui gli individui non agiscono soltanto in base alle loro informazioni personali, bensì dando peso alle scelte degli altri membri del gruppo così che, come risultato finale, la direzione delle operazioni dei membri del gruppo risulterà parzialmente allineata. Alcuni autori si dimostrano più prudenti, facendo notare che nella ricerca empirica i fenomeni di Herding Behavior sono complessi da districare visto che le informazioni personali degli investitori sono, generalmente, non verificabili. Quando si osservano investitori compiere la medesima azione, questo potrebbe essere dovuto al meccanismo dell'imitazione, ma potrebbe anche essere causato dal fatto che gli investitori stanno seguendo le stesse informazioni o ancora che quelle azioni, che appaiono di gruppo, siano semplicemente casuali (Drehmann, Oechssler, Roeder, 2005). Anche Welch (2000) mette in guardia dall'etichettare il fenomeno in maniera scontata. Due agenti possono concordare semplicemente perché i fatti salienti puntano tutti nella stessa direzione. La necessità di adottare una definizione più chiara di imitazione ci riporta allo scritto di Bikhchandani e Sharma (2001), nel quale gli autori, pur avendo sistematizzato una distinzione teorica fra imitazioni spurie e imitazioni intenzionali, ritengono che talvolta essa sia poco identificabile su un piano pratico. E' l'intenzionalità imitativa che caratterizza il vero Herding Behavior. A differenza delle imitazioni intenzionali, le imitazioni del primo tipo, in quanto spurie, sono false imitazioni. Esse si verificano quando gruppi che affrontano la stessa decisione, gli stessi problemi, lo stesso insieme di informazioni, prendono decisioni similari. Non si tratta dunque di un comportamento imitativo secondo la definizione, in quanto gli investitori non stanno attuando o invertendo la loro decisione dopo aver osservato il comportamento di altri; semplicemente quello che accade è piuttosto una reazione, in maniera uniforme, a un'informazione di pubblico dominio.

Una volta definita e individuata l'esistenza dell'imitazione nei mercati finanziari ci si può chiedere perché gli individui imitano. Vi sono diversi modelli di comportamento imitativo, ognuno dei quali individua una causa specifica alla base del fenomeno.

Tra le motivazioni ragionevolmente valide perché venga messo in atto un comportamento di tipo imitativo, nei mercati finanziari vi sono: l'informazione imperfetta, la preoccupazione per la reputazione e le politiche di remunerazione (Bikhchandani, Sharma, 2001).

Innanzitutto ci sono i modelli basati sull'informazione imperfetta, in cui i comportamenti imitativi sono la diretta conseguenza del set informativo a disposizione degli operatori.

I modelli fondamentali di Banerjee (1992), Bikhchandani et al. (1992), Welch (1992) ipotizzano che le opportunità d'investimento siano messe a disposizione di tutti gli individui allo stesso costo. Non tutti gli autori sono però concordi. Avery & Zemsky (1998) hanno cercato di rivedere le idee di base di tali modelli per adeguarne l'applicabilità ai mercati finanziari. Secondo gli autori vi sono tre dimensioni di incertezza legate all'informazione, che hanno conseguenze sui prezzi, e precisamente esse sono l'incertezza sul valore (dell'asset), sull'evento (quando si verificherà) e sulla composizione (intesa come accuratezza informativa, ossia il poter riconoscere la vera informazione da quella infondata). Gli autori ritengono altresì inappropriato il presupposto secondo cui il prezzo per acquisire un'azione sia fissato a priori, e rimanga tale, se si vuole mettere a punto un modello sul comportamento imitativo applicabile appunto ai mercati finanziari, poiché le decisioni di investimento dei primi investitori probabilmente si riflettono già sul successivo prezzo dell'asset. La cosa che sostanzialmente accade è che dopo ogni decisione d'acquisto o di vendita messa in atto, il prezzo di un'azione si aggiusta scontando l'informazione che deriva da tale decisione (Bikhchandani, Sharma, 2001). Il peso dell'informazione scontata nei prezzi, è stato sottolineato anche in lavori recentissimi, legato al tema della presa di decisioni in condizioni di incertezza mirata sulla dimensione informazione-evento. Un operatore finanziario, come visto, viene ritenuto un imitatore quando opera contro (o trascurando) la sua stessa informazione personale, per conformarsi all'informazione trasmessa dalla serie delle operazioni precedenti (Cipriani, Guarino, 2014). Gli autori citati hanno sviluppato un modello teorico di comportamento imitativo nei mercati finanziari identificando, in ciascuna giornata di trading presa in esame, i periodi in cui gli operatori informati hanno imitato. La scoperta fatta è che il comportamento gregario, oltre ad essere presente nel mercato finanziario, durante alcuni giorni di trading è risultato

particolarmente pervasivo. Inoltre è emerso che l'imitazione ha provocato a sua volta inefficienze informative significative nel mercato finanziario. Un approfondimento del risultato ha portato a stimare che, in media, il disallineamento tra il prezzo osservato e il prezzo che si osserverebbe in assenza di imitazione è pari al 4% del valore fondamentale incondizionato dell'asset (Cipriani, Guarino, 2014).

Vi sono poi i modelli basati sulla preoccupazione per la reputazione, in cui le cause del comportamento imitativo possono ritrovarsi nella volontà dei gestori del risparmio di preservare o migliorare la propria reputazione.

Uno dei principi base della teoria economica classica è che le decisioni di investimento riflettano le aspettative razionali degli agenti economici; ossia che le decisioni siano prese in modo efficiente, utilizzando tutte le informazioni disponibili.

L'economista britannico J. M. Keynes (1936) esprime scetticismo relativamente alle capacità e inclinazioni degli investitori di opporsi alle tendenze del mercato finanziario: questi preferirebbero agire tralasciando le proprie informazioni e credenze proprio per il timore che un comportamento contrario possa danneggiare la loro reputazione come decisori. Essi seguiranno quindi la massa laddove siano interessati al giudizio degli altri sulle loro capacità di formulare buone previsioni.

I primi modelli di indagine sul fenomeno hanno preso in considerazione le decisioni del singolo agente. L'idea che un agente gestisca la propria reputazione in virtù dell'influenza esercitata dalla stessa sui propri guadagni nel corso della carriera può essere fatta risalire agli scritti di Fama (1980); Lazear, Rosen (1981); Holmstrom (1999). Questi primi modelli si sono ampliati in seguito con la comparsa di modelli multi-agente, capaci di creare relazioni tra le problematiche che riguardano la carriera e il comportamento gregario proponendo, fra le altre, l'ipotesi secondo cui la propensione di un agente al gregarismo possa variare nei diversi stadi della sua vita professionale. Hong, Kubik, Solomon (2000) hanno approfondito il tema, rilevando che la relazione tra previsioni passate e risultati professionali risulta particolarmente evidente negli analisti poco esperti.

Questi risultano a maggior rischio di licenziamento e, sul versante della crescita professionale, è meno probabile che vengano promossi grazie a previsioni più temerarie. Come sembra lecito aspettarsi unendo i suddetti aspetti, ossia essere risk seeking e l'essere inesperto, gli sviluppi di carriera professionale saranno pessimi; tuttavia il dato interessante è che correre dei rischi, ed essere bravo, non sembra incidere in maniera significativamente migliore sulle possibilità di

carriera. Alla luce dell'influenza di questi meccanismi impliciti indotti dalle preoccupazioni per la carriera, le teorie esaminate sul comportamento imitativo lasciano intendere che gli analisti più giovani, poiché affrontano maggiori preoccupazioni per il successo professionale, si tutelano azzardando in misura minore previsioni rischiose. Ne consegue che gli analisti meno esperti tendono a seguire maggiormente l'opinione comune rispetto agli analisti più navigati, con una tendenza a uniformarsi maggiormente alle previsioni della maggioranza, rispetto ai colleghi più esperti (Hong et al., 2000). Già Lamont (1995), affrontando direttamente il tema della reputazione, aveva raccolto evidenze secondo le quali gli analisti più anziani tendono ad essere meno imitatori rispetto ai più giovani, preferendo previsioni più audaci. Anche le ricerche di Chevalier ed Ellison (1998, 1999) sui manager di fondi comuni d'investimento sembrano giungere a risultati analoghi. Rispetto ai colleghi anziani, i più giovani rischiano in misura maggiore di essere licenziati per tre motivi: scarso rendimento, scelte temerarie, mancato perseguimento degli obiettivi stabiliti. Le autrici hanno mostrato che, per evitare questo, i manager meno esperti si mantengono più vicini all'indice di benchmark rispetto ai più esperti, e hanno concluso che la motivazione che spinge i manager meno esperti a imitare di più si può rintracciare proprio nella preoccupazione per la carriera. Nonostante le precedenti evidenze, Jegadeesh e Kim (2010) mettono in discussione la lettura del risultato facendo notare che sia possibile che gli analisti meno esperti si distanzino meno dall'indice di benchmark semplicemente perché meno capaci dei manager più esperti, e che quindi diventi complesso, allorquando si presentino delle differenze di capacità o di accesso all'informazione tra gli agenti, trarne delle dirette conclusioni riferibili all'imitazione.

Secondo diverse ricerche è emerso, quindi, che sbilanciarsi e avere torto, quando si è giovani e inesperti, è pericoloso nell'ottica della carriera, ma anche agire autonomamente e avere ragione non necessariamente ne migliora la prospettiva. Si è visto che tutto ciò porta gli analisti o manager degli asset meno esperti a correre pochi rischi e a essere più imitatori rispetto ai colleghi più esperti. Questo, anche se a prima vista parrebbe, non si pone necessariamente in contrasto con il risultato di Graham (1999), secondo cui gli analisti con una reputazione più alta tendono a imitare di più. L'intuizione dell'autore dietro tale implicazione è che gli analisti con alta reputazione imitino proprio per proteggere il loro status e livello di retribuzione. Le conclusioni sembrano in accordo anche con quelle di Prendergast e Stole (1996) dove, senza far necessariamente emergere uno schema di imitazione, si evidenziano azioni più prudenti da parte dei più esperti, i quali adottano decisioni più conservative distanziandosi il meno possibile dalle loro stesse decisioni passate.

Infine il terzo modello in grado di definire fenomeni di carattere imitativo è quello determinato dal compenso. A sua volta però si vedrà come esso possa fungere anche da fattore protettivo, per così dire, dall'imitazione stessa, se messo in relazione alla preoccupazione per la carriera. Da un lato, se il compenso di un agente dipende dal raffronto tra il suo operato e quello di altri analoghi professionisti, questo può determinare un effetto distorsivo nel quadro più ampio degli incentivi, tanto da poter anche condurre a comportamenti imitativi. Dall'altro lato però, nello schema, dato che il compenso è in relazione con gli asset gestiti, questo aumenta l'impatto degli incentivi contrattuali. Qualora gli incentivi fossero abbastanza alti, l'investitore potrebbe adottare una strategia più rischiosa, anziché rifugiarsi nell'imitazione, equilibrando gli effetti negativi di una possibile perdita di reputazione con l'azzardo di maggiori guadagni. Ecco che si configura quindi una minore imitazione, a fronte di azioni più rischiose, in presenza di una struttura di compenso carica di incentivi (Dass et al. 2008). Allo stesso tempo si palesa il risvolto della questione: la tendenza a imitare può essere mitigata dal modo in cui viene gestito il compenso, tale per cui i manager maggiormente preoccupati per la loro reputazione continueranno a imitare, mentre i manager a cui interessa maggiormente il compenso saranno posti dinanzi a un compromesso tra una possibile perdita di reputazione, a fronte di un possibile maggiore profitto. Detto in altri termini, con l'aumentare del peso attribuito al profitto pare verificarsi una diminuzione del comportamento imitativo (Scharfstein, Stein, 1990). Si può annotare infine come gli analisti con scarse capacità tendano a rilasciare previsioni imitando quelle annunciate da altri professionisti, non solo per preservare la questione reputazionale sopra esaminata, ma anche perché questo permetterebbe loro di simulare una maggiore capacità di operare sul mercato finanziario, che a sua volta verrebbe ripagata con compensi più alti (Trueman, 1994).

In ambito italiano, sono stati elaborati diversi modelli pioneristici centrati sull'imitazione (Cornaglia, 1990; Ferrari et al., 1990; Ferrari, Peccati, 1991, 1994; Cenci, Cerquetti 1991; Cenci et al., 1993; Luciano, 1991; Battistini et al, 1994; Ferrari et al., 1996, Ferrari, Tagliani, 1996). Quasi tutti questi modelli hanno un impianto comune: assumono una diversità tra gli individui nel processo di scelta che, per ogni investitore, è la combinazione complessa di diversi criteri:

- sviluppo di proprie convinzioni;
- imitazione;
- opposizione alle scelte più diffuse (comportamento contrarian).

Il comportamento imitativo è visto come una tecnica “povera” di approccio al mercato finanziario da parte di chi, avendo un alto grado di incertezza sul valore fondamentale dei titoli³ e sulla dinamica dei prezzi, sceglie un investitore particolarmente esperto come modello. L’imitatore spesso si limita a “fotocopiare” le scelte finanziarie degli esperti, combinando, a seconda della fiducia, un certo criterio di investimento con altre strategie. È da sottolineare il fatto che l’imitatore risulta essere sempre un poco in ritardo rispetto all’esperto, in quanto si imitano comportamenti che sono necessariamente già accaduti.

Sai (2014) ha studiato i risultati di una ricerca, realizzata tramite la somministrazione di un questionario a 441 promotori finanziari, volta ad indagare l’influenza delle opinioni altrui sulle decisioni del singolo promotore finanziario. Le ipotesi di partenza si soffermano su due aspetti: le informazioni che circolano tra colleghi, esperti e agenzie agiscono sulla formazione delle opinioni dell’individuo, l’attività imitativa si amplifica nei periodi di turbolenza dei mercati finanziari. E’ stata esplorata anche la relazione di influenza tra promotore finanziario e cliente. I risultati della ricerca hanno mostrato che l’imitazione è sempre presente ed in particolare il parere degli esperti e delle agenzie esercita un peso considerevole sulle decisioni individuali, superiore alla importanza attribuita alle opinioni dei colleghi. In relazione al comportamento gregario nei periodi di turbolenza, i risultati confermano le ipotesi di partenza, dimostrando un incremento del ricorso alle opinioni altrui nella formulazione delle proprie previsioni sull’andamento del mercato finanziario. Infine i dati sul rapporto tra promotore finanziario e cliente mostrano una circolarità dell’influenza, in quanto il primo possiede un ruolo importante nella formulazione delle scelte di investimento del cliente, ma quest’ultimo, con le sue aspettative, plasma l’elaborazione delle previsioni del promotore finanziario.

2.4.2 Teoria del Contagio dei Pensieri.

Una delle possibili spiegazioni di come viene a crearsi un "pensiero di gruppo" all'interno dei mercati finanziari può essere fornita dalle Teorie del Contagio dei Pensieri (Thought Contagion Theories). Tali teorie sembrano particolarmente utili a spiegare come i singoli investitori scelgano le loro operazioni di investimento seguendo l'andamento momentaneo del mercato finanziario.

³ Con Valore Fondamentale si intende il valore intrinseco o reale di un titolo, che riflette le immobilizzazioni materiali e immateriali della società

Non si può parlare di collettività, di psicologia su scala macrosociale, di contagio dei pensieri senza citare Gustav Le Bon e il suo testo (*La psychologie des foules*, 1895) che dà inizio alla corrente di studio della psicologia delle folle e, con il filone della *Volkerpsychologie* (psicologia dei popoli), è considerata la base della psicologia sociale (Myers, 2006). La psicologia delle folle, in particolare, punta l'attenzione sul funzionamento della massa vista come un aggregato di individui in cui la razionalità e l'intelligenza vengono cancellate, lasciando il predominio all'inconscio e alla suggestionabilità: nella folla si crea una mente collettiva, che è qualcosa di diverso e di primitivo rispetto alla mente dei singoli, nella quale i pensieri, ma soprattutto le immagini, si trasmettono attraverso una sorta di contagio mentale tra gli individui (Piermari, Rania, Venini, 2007). Le Bon, infatti, dà alla folla e al suo comportamento un'accezione molto negativa, vedendola come un luogo di regressione ad un inconscio collettivo, in cui si perdono coscienza soggettiva, qualità intellettuali e caratteristiche personali. Alla base di tutto questo pone tre meccanismi: contagio mentale, senso di potenza e suggestionabilità (Myers, 2006).

Citando Le Bon (1895), un individuo immerso nella massa, assume caratteristiche nuove a causa di tre fattori. La prima causa è che l'individuo nella massa acquista, per il solo fatto del numero, un sentimento di potenza invincibile, ciò gli permette di cedere a istinti che, se fosse rimasto solo, avrebbe necessariamente tenuto a freno; da questo deriva anche una diffusione della responsabilità. Una seconda causa, il contagio mentale, determina nelle masse il manifestarsi di speciali caratteri: ogni sentimento, ogni atto è contagioso in una massa a tal punto che l'individuo sacrifica molto facilmente il proprio interesse personale all'interesse collettivo. La terza causa è la suggestionabilità: l'individuo tende a seguire tutti i suggerimenti e i comportamenti provenienti dalla massa.

Un'altra figura di spicco nello studio della psicologia delle folle è Tarde (1902), il quale non propone un annullamento dell'individuo nella massa, ma parallelamente fonda sul processo imitativo ogni fenomeno psichico e sociale. L'imitazione è importante e soprattutto così radicata nella società, che le sue origini vengono fatte risalire agli animali, nei quali è stata altresì osservata; si ritiene che sia presumibilmente una specie di adattamento evoluzionistico quello che ha promosso la sopravvivenza umana attraverso il continuo trarre vantaggio dalle informazioni altrui (Bikhchandani, Hirshleifer, Welch, 1998).

È interessante lo studio di Chartrand e Bargh (1999) in cui si propone l'effetto camaleonte, definito come inconscia mimica di posture, modi, espressioni facciali ed altri comportamenti assunti da uno dei partner di un'interazione. Si parla sostanzialmente di un fenomeno di imitazione dove è coinvolto il meccanismo del collegamento percezione – comportamento, processo in base al quale la sola percezione del comportamento di un altro aumenta la probabilità di prestarsi a quel comportamento. Questo è un effetto passivo e diretto della percezione sociale sul comportamento sociale, un effetto non intenzionale e non rivolto ad uno scopo specifico. Per gli autori dietro l'imitazione, dunque, vi è un meccanismo inconscio.

Alcuni autori (Lynch, 2000; Shiller, 2000) hanno utilizzato proprio le teorie mutate dalla psicologia sociale per analizzare la trasmissione delle credenze e delle informazioni all'interno dei mercati finanziari. Secondo Lynch (2000) il contagio dei pensieri è un processo che si è rivelato essere particolarmente adatto a spiegare buona parte delle credenze e delle opinioni che le persone si formano riguardo al mercato finanziario, opinioni che determinano un effetto irrazionale sul modo di fissare i prezzi dei titoli azionari.

Sempre secondo Lynch (2000) la propagazione del contagio dei pensieri può essere ricondotta essenzialmente a tre fattori:

- il tasso di trasmissione di un pensiero, idea o credenza: si riferisce alla misura di quanto liberamente e quanto spesso coloro che detengono quella credenza la comunicano agli altri o la mettono in atto attraverso il loro comportamento che può poi diventare un mezzo di comunicazione indiretto;
- la ricettività: si riferisce a quanto facilmente chi non possiede quella credenza è disposto ad accettarla. All'interno dei mercati finanziari, come abbiamo visto, le persone si creano delle opinioni sulla base di ciò che dicono i mezzi di informazione e gli analisti che godono di elevata fiducia; le persone sono quindi molto recettive a ciò che leggono sui giornali, sentono dalla televisione o vedono su internet;
- la longevità: indica per quanto tempo coloro che possiedono una certa opinione continuano a comunicarla a persone che non sono state ancora contagiate.

2.4.3 Dinamiche sociali.

Tornando all'idea del contagio, anche abbandonando le accezioni negative legate a questo termine, resta il fatto che la diffusione di credenze, sentimenti e comportamenti secondo una modalità di rete è un meccanismo importante e diffuso nella società. Queste dinamiche attualmente soggette a studio, anche se a volte difficili da osservare, vedono in prima linea i rumor e il comportamento gregario, ma anche l'influenza sociale maggioritaria e minoritaria.

L'influenza sociale maggioritaria.

Asch spiega l'influenza maggioritaria delineando tre categorie di motivi (Mucchi Faina, Pacilli, Pagliaro, 2012): la prima riguarda una deformazione percettiva, la seconda una deformazione del giudizio, la terza il bisogno di non apparire diversi, i soggetti sono preoccupati di questo e mettono da parte il proprio giudizio per aderire a quello degli altri anche se non vi credono.

In seguito anche altri studiosi hanno indagato la questione, confermandone alcuni aspetti ed inserendo delle distinzioni nei risultati e nelle spiegazioni. In generale si è trovato che la conformità dipenda da tre motivazioni: accettazione, compiacenza e bisogno di appartenenza (Mucchi Faina, Pacilli, Pagliaro, 2012). Con l'accettazione la persona arriva ad adeguarsi al giudizio della maggioranza, spinta dall'euristica del consenso, secondo la quale si presume che la maggioranza abbia ragione. Si ha compiacenza o accondiscendenza (compliance), quando l'individuo non condivide l'idea maggioritaria e non ne è convinto, però è portato lo stesso ad adottarla, solitamente solo in pubblico e a livello momentaneo, poiché spinto dal voler evitare l'esclusione sociale (Crisp, Turner, 2010). Infine il bisogno di appartenenza è un aspetto in generale molto importante per l'essere umano, poiché l'esclusione sociale ha conseguenze negative di grande portata sulla sua vita; si può quindi capire come possa essere facilmente un motivo di adesione, specialmente d'apparenza, al giudizio del gruppo.

Il pensiero di gruppo.

Sempre rimanendo nell'ambito della conformità, un cenno particolare merita il concetto di pensiero di gruppo. Nel prendere decisioni, analizzare fatti, discutere argomenti, esso si manifesta come una tendenza a mantenere la coesione e la solidarietà del gruppo più che a considerare gli elementi in modo realistico (Mucchi Faina, Pacilli, Pagliaro, 2012). Le persone si trovano ad essere in una dinamica di pensiero comune, dove le informazioni sono prese in considerazione al fine di promuovere sentimenti positivi, emarginando i lati negativi (Baker, Nofsinger 2010).

Dietro questo modo di procedere si annidano grosse insidie per un buon esito. Il pensiero di gruppo, infatti, presenta limiti enormi come il circoscrivere il dibattito solo ad alcuni aspetti, l'evitare di riprendere in esame alternative all'inizio scartate, il non consultare esperti, l'alta selettività della raccolta di informazioni e l'eccessiva sicurezza delle proprie opinioni (Mucchi Faina, Pacilli, Pagliaro, 2012). La manifestazione di questo fenomeno è favorita dalle grandi dimensioni di un'organizzazione, da un alto grado di coesione e da una forte struttura gerarchica, con un leader che propone il proprio punto di vista e questo diventa la migliore strategia perseguibile (Araldi, 2011).

L'influenza sociale minoritaria.

Abbiamo visto l'esistenza di una pressione maggioritaria e come il gruppo spinga al conformismo; esiste però anche un altro tipo di influenza, portato avanti dalle minoranze, che va ad agire sull'individuo in altre sfere e secondo modalità diverse rispetto all'opera della maggioranza, è l'influenza sociale minoritaria.

Si ritiene che il tipo di influenza esercitato dalla minoranza sia indiretto e lo si definisce una conversione che può avvenire in tempi ritardati, in modo trasposto e in situazione privata (Mucchi Faina, Pacilli, Pagliaro, 2012). A sottolineare la differenza fra tipologie di pensiero in azione, Nemeth sostiene che le minoranze spingano al pensiero divergente, cioè ad una riflessione maggiore sul tema in sé aperta a molteplici direzioni, in contrasto con il pensiero convergente che è protagonista nell'influenza maggioritaria (Crisp, Turner, 2010). Similmente Moscovici parla di processo di confronto promosso dalla maggioranza, in cui la persona è impegnata a paragonare la propria opinione a quella degli altri, e processo di convalida promosso dalla minoranza, che porta a riflettere sull'argomento in sé e sulla posizione minoritaria (Mucchi Faina, Pacilli, Pagliaro, 2012).

Influenza normativa e informativa.

Deutsch e Gerard (1955) parlano di influenze sociali sul giudizio individuale e distinguono due tipologie di influenza: normativa e informativa. Per influenza sociale normativa si intende il conformarsi del singolo alle aspettative positive degli altri, per influenza sociale informativa si intende l'accettazione della informazione ottenuta da un altro come evidenza sulla realtà. Gli autori sostengono che quella normativa sia più specificamente associata al gruppo e mostrano come sia maggiore su individui che formano un gruppo piuttosto che un aggregato e come si riduca quando le persone non sentono la pressione a conformarsi. Anche l'incertezza riguardo

alla correttezza del proprio giudizio gioca un ruolo rilevante, infatti essa è tanto più è alta quanto più il soggetto è suscettibile all'influenza di entrambi i tipi.

Si può dire che l'influenza normativa provochi compliance, effetto sull'atteggiamento pubblico ma non privato, mentre quella informativa conduca a conversione, effetto sull'atteggiamento sia pubblico sia privato (Crisp, Turner, 2010).

Rumor.

Nell'ambito dello studio del contagio di idee si pone come interessante una dinamica che si osserva frequentemente nella società: il correre delle voci (rumor). I rumor si vedono in azione in diversi luoghi e tempi, e attraversano tutti i tipi di collettività, compresa quella rappresentata dai mercati finanziari, per questo è bene trattarne brevemente qui.

Kapferer nel libro "Rumeurs: le plus vieux media du monde" (1987) analizza in modo puntuale il fenomeno in questione, dalla nascita all'estinzione, dandone motivazioni e descrizioni.

Innanzitutto, per l'autore la voce si definisce in base:

- alla fonte, che non è ufficiale in quanto nasce nel e dal popolo, quasi come una controparte dell'autorità, una via alternativa ma spesso ritenuta anche più affidabile;
- al processo, che si caratterizza con una diffusione a catena nella società;
- al contenuto, è una notizia che sorprende e verte su un fatto di attualità.

La veridicità non rientra nella definizione, infatti non è necessario che la questione sia vera o falsa perché sia una voce, e qui sta l'essenza. La voce incuriosisce, colpisce, è di interesse pragmatico e viene quindi spontaneo riferirla e discuterne; diventa elemento di costruzione dell'opinione pubblica e aumenta la propria attendibilità attraverso il fatto stesso della ripetizione. Il valore della voce risiede nel suo essere una novità, questo spiega la sua velocità di propagazione e in parte la sua mancata verifica. Appena entrati in possesso della notizia è necessario riportarla, riferirla, se si vuole approfittare dei benefici; una volta diffusa la voce perde di novità e il suo valore muore.

Le voci, allora, si possono definire come informazioni non verificate che corrono da una persona all'altra. Generalmente il passaggio avviene per passaparola ed è rapido nelle reti sociali già costituite, anche se i media giocano un ruolo importante nel processo, fungendo da acceleratori grazie alla potenza amplificatrice di cui godono (Del Re, 2012). Il sorgere delle voci dipende anche da alcune circostanze che lo rendono favorevole, si può dire che siano

fondamentali gli aspetti di interesse ed ambiguità di un evento: quanto più esso è circondato da alto interesse e caratterizzato da forte ambiguità, tanto più può diventare occasione per la creazione di una voce (Del Re, 2012). Inoltre, terreno fertile per la nascita del rumor sono anche le situazioni vissute come minacciose, che evocano paura e insicurezza; in queste condizioni, ma anche in assenza, le persone hanno grande sete di informazione e, per colmare la distanza tra il proprio bisogno e la percezione di mancanza di informazione in arrivo dai media, ecco che la voce viene accettata come riempimento di questo gap (Huo, Ling, Huang, 2013).

In questo quadro, gioca un ruolo anche il gruppo con la sua pressione conformista (Del Re, 2012). Cioè, al diffondersi delle voci intorno ad un evento, il gruppo esercita pressione affinché se ne accetti una piuttosto che un'altra, quindi di fatto dà il via ad un processo di costruzione del consenso, da cui deriva l'azione collettiva, perché è importante che si raggiunga velocemente una visione comune delle cose. L'azione di orientamento si vede in come cambia il contenuto a seconda di cosa conviene sottolineare nel riportarlo perché si ottenga una migliore comprensione e/o si spinga all'adesione di azioni collettive. Nel primo caso si ha quella che viene chiamata assimilazione, cioè la tendenza a connotare alcuni dettagli di pregiudizi che indirizzano le opinioni. Il secondo porta alla luce la tendenza del gruppo ad accogliere con più favore quelle credenze che possano giustificare azioni verso le quali sono già disposti.

Alla luce di quanto detto, pensando ai mercati finanziari viene facile capire come essi rappresentino terreno fertile per il fenomeno del rumor. In questi particolari luoghi collettivi tutti sono sempre a caccia di nuove informazioni, di un qualsiasi movimento che indichi un cambiamento cui prestare attenzione; posto così lo stato di cose, la voce diviene preziosa e i tempi veloci non lasciano spazio alla possibilità di verifica, la decisione deve essere immediata. Van Bommel (2003) sostiene che nei mercati finanziari sia possibile aumentare i profitti manipolando i prezzi di mercato sulla base della diffusione di informazioni imprecise. Sostanzialmente, un investitore può diffondere un rumor sotto forma di consiglio di investimento impreciso, i seguaci faranno scambi sulla base di questo muovendo il prezzo, a causa dell'imprecisione il prezzo andrà in overshooting e questo consentirà a chi ha diffuso il rumor di trarre beneficio dall'operazione.

Comportamento gregario e cascate d'informazione.

Come detto in precedenza, possiamo definire il comportamento gregario (Herding Behavior) come un modo di agire in cui le persone fanno quello che vedono fare agli altri, anche se l'informazione privata, personale, che viene messa da parte, suggerisce qualcosa di diverso (Banerjee, 1992). Nel comportamento gregario puro si ha proprio un'intenzionalità imitativa, aspetto che lo distingue da quello spurio, dove invece il comportamento è uguale per tutti semplicemente perché le persone si trovano a fronteggiare situazioni molto simili, per le quali una determinata scelta è quasi obbligata (Bikhchandani, Sharma, 2001). Per questa doppia accezione, il comportamento gregario è stato successivamente definito anche semplicemente una convergenza di comportamento, cioè come una sequenza di individui che prende la stessa decisione.

In particolare l'ignorare la propria informazione privata è un elemento che invece va a caratterizzare le cascate d'informazione (Celen, Kariv, 2004). Quest'ultime si verificano quando una persona, che osserva l'azione degli altri, ne segue le scelte senza prendere in considerazione la propria informazione (Bikhchandani, Hirshleifer, Welch, 1992). È stata proposta una visione gerarchica in cui l'Herding Behavior si presenta come un comportamento più ampio all'interno del quale la cascata d'informazione si configura come un caso particolare (Hirshleifer, Teoh, 2003).

Il comportamento gregario è stato trattato sia come irrazionale sia come razionale; la prima accezione rimanda più all'idea di contagio emotivo, la seconda a quella di social learning. Il social learning, infatti, è un'influenza risultante dal processare razionalmente l'informazione ottenuta osservando gli altri; ha avuto una grande importanza nell'evoluzione e continua ad averla nella società (Bikhchandani, Hirshleifer, Welch, 1998).

Bikhchandani e Sharma (2001), come già detto, individuano tre ragioni che possono stare alla base di un comportamento gregario razionale: informazione sbagliata, reputazione e strutture di compensazione. Esse sono state già illustrate ampiamente a proposito dell'Herding Behavior, ora però vengono brevemente riprese, in particolare l'information-based herding, perché è lì che entrano in gioco anche le cascate d'informazione, in cui le persone osservano le azioni degli altri e da esse inferiscono l'informazione, cui non possono realmente accedere. Quando un individuo vede, per esempio, che il numero di persone che ha fatto un certo investimento è maggiore di coloro che lo hanno rifiutato, potrà decidere di seguirne l'azione

pensando che sia un buon affare proprio perché intrapreso da molti; questo nonostante le proprie informazioni sull'investimento, siano negative, e quindi suggeriscano di non farlo, e nonostante il fatto che le scelte degli altri potrebbero dipendere da qualcosa di diverso dall'avere buone notizie sull'investimento, dal momento che l'informazione altrui non è realmente conosciuta. A questo punto parte la cascata d'informazione ed ogni individuo che si aggiunge ad essa non porta più un contributo informativo, perché l'informazione privata non è presa in considerazione nell'agire ma, anzi, viene celata. Quindi l'informazione privata degli investitori, che intervengono dopo la partenza di una cascata, non è mai inclusa nella pubblica conoscenza, e così l'accumulo di informazione pubblica si blocca. Si può dire, praticamente, che in una cascata d'informazione si verifichi un blocco completo dell'informazione (Hirshleifer, Teoh, 2003).

La seconda ragione porta a parlare di reputation-based herding, in questo caso il convogliare tutti in un comportamento gregario è dovuto alla necessità di mantenere la reputazione. Praticamente il conformarsi agli altri è meglio in alcune situazioni, perché preserva da critiche riguardo alla propria abilità nel prendere decisioni giuste. In sostanza, è meglio fallire convenzionalmente, ha un peso minore (Baddeley, 2013).

Da ultimo, il compensation-based herding indica che il fatto che i compensi di un investment manager dipendano dalla comparazione della sua performance con quella di altri professionisti simili, ha come conseguenza un effetto distorsivo e può portare a comportamento gregario.

Baddeley (2013) sostiene che alcune volte l'Herding Behavior viene trattato con modelli bayesiani, che lo vedono come esito di algoritmi matematici; essi spiegano il fenomeno nella forma di cascate informazionali, come un processo di apprendimento sequenziale, dove le persone aggiornano le probabilità nel momento in cui le decisioni di altri sono rivelate. Tutto questo si gioca su una scala microeconomica. Altre volte l'Herding Behavior, visto su scala macroeconomica, deve essere spiegato diversamente, come fenomeno più generale in cui le persone rispondono all'influenza sociale. Sempre secondo Baddeley (2013), il comportamento gregario è un esito del social learning, quando le persone seguono la massa perché pensano sia meglio informata; in questo caso le fluttuazioni di mercato sarebbero guidate da credenze convenzionali più che dai valori fondamentali.

Approfondendo il discorso sulle bolle speculative, che possono essere generate dall'Herding Behavior quando i trader seguono le decisioni degli altri e non il valore fondamentale dell'attività finanziaria, l'autrice sostiene che nelle speculazioni le persone comprano a prezzi esorbitanti non necessariamente perché ritengono che l'oggetto valga il costo, ma perché credono che le altre persone pensino così.

Rimanendo sulla questione di come il comportamento gregario possa portare i prezzi distanti dal proprio valore fondamentale, è interessante quanto affermano Avery e Zemsky (1998) riguardo al legame tra Herding Behavior, incertezza ed effetti sui prezzi. Gli autori individuano tre importanti dimensioni di incertezza: valore, evento e composizione. L'esistere solo della prima o delle prime due non ha effetti particolari, i problemi sorgono quando l'incertezza, oltre a riguardare il valore e l'accadere stesso di un evento, va ad intaccare anche la composizione del mercato finanziario dal punto di vista dell'accuratezza informativa. In una situazione in cui non si sa come il mercato finanziario si ripartisca in quanto a qualità dell'informazione, cioè non si sa quale sia la proporzione di persone ben informate rispetto a quelle non informate, diventa difficile distinguere se una serie di ordini riveli un buon ammontare informativo o sia lo specchio di un mercato finanziario poco informato e immerso nel comportamento gregario. Gli autori concludono che la confusione può portare ad un effetto significativo sul prezzo nel breve periodo, dovuto all'Herding Behavior in un contesto di investitori razionali e prezzo non efficiente.

Tornando alle cascate d'informazione, occorre parlare delle caratteristiche fondamentali di idiosincrasia e fragilità. Idiosincrasia nel senso che c'è una povera aggregazione di informazione e le scelte iniziali di pochi individui influiscono decisamente sul comportamento di molte persone successive, fragilità nel senso che non c'è robustezza di fronte a piccoli shock e quindi la cascata si può rompere all'arrivo di una nuova informazione (Bikhchandani, Sharma, 2001; Hirshleifer, Teoh, 2003). Questa fragilità appare come l'elemento che permette alle cascate di non essere infinite, nel senso che se è vero che durante una cascata si è di fronte ad un blocco informativo, è anche vero che un'informazione proveniente dall'esterno è in grado di spezzare facilmente questa catena dalle basi poco solide. A questo proposito viene indicata come utile la presenza di individui overconfident che, riponendo molta fiducia nella propria informazione, possono fungere da elementi di rottura (Bikhchandani, Hirshleifer, Welch, 1998). Le cascate entrano nel meccanismo della determinazione dei prezzi di mercato, producendo un certo risultato. Può succedere che un prezzo rimanga, per esempio, alto, anche se molti privatamente hanno cattive notizie, perché, con l'innescarsi di una cascata, tutti possono aver

agito scartando la propria informazione negativa e accreditandone una positiva attraverso l'azione gregaria (Lee, 1998). In questo caso siamo di fronte ad un fallimento nell'aggregazione di informazione, che va a formare un prezzo non riflettente l'informazione reale. Le cascate di informazione mostrano in sostanza come gli errori fatti dal singolo, lungi dall'eliminarsi nel mercato finanziario, si accumulino nelle operazioni sequenziali e arrivino a generare un fallimento nell'aggregazione dell'informazione che porta a risultati assolutamente errati.

Lee (1998) associa al meccanismo della cascata d'informazione il fenomeno dell'euforia nel mercato finanziario. Nelle crisi alla fase di euforia di solito segue il panico, a cui l'autore associa il concetto di valanga di informazione, in controtendenza rispetto alla cascata. Qui, infatti, la cascata si rovescia portando alla luce l'informazione diversa che era stata occultata; essendo una struttura fragile, in quanto basata su un'informazione sostenuta da persone che, in parallelo, hanno delle informazioni nascoste diverse, basta poco per far sorgere un dubbio ed innescare una valanga al contrario, dove si dà credito a tutt'altro. L'autore sostiene che in queste situazioni in sostanza si rompono le convenzioni di valutazione e prende il via una generale revisione delle stime, che porta a un movimento drammatico dei prezzi; secondo lui è proprio il fallimento nell'aggregazione dell'informazione che spiega il crollo dei mercati finanziari.

2.5 Mercati e crisi finanziarie.

I fenomeni sopra descritti risultano essere alla base di tutti quegli avvenimenti catastrofici, come le manifestazioni di panico borsistico e le evoluzioni di bolle finanziarie con il conseguente sviluppo di crisi finanziarie più o meno pesanti, che appaiono sempre più diffusi nel mondo finanziario attuale.

A tal proposito è fondamentale il lavoro di Charles P. Kindleberger, un illustre storico ed economista, autore di numerosi contributi di economia, che ha condotto un'estesa analisi longitudinale a livello storico-economico delle maggiori crisi finanziarie dal XVIII secolo fino al 1987, traendone una sorta di modello strutturale che, a suo avviso, rifletterebbe una similitudine nello svolgimento delle diverse crisi. "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises" (1978) è il suo contributo fondamentale.

Kindleberger colloca, agli esordi delle manie speculative, uno “spostamento”, un qualche scossone esogeno, esterno al sistema macroeconomico, la cui natura varia da un boom speculativo all’altro. Diversi possono essere gli eventi: lo scoppio o la fine di una guerra, un raccolto eccezionalmente scarso o abbondante, l’adozione diffusa di un’invenzione con effetti rivoluzionari (canali, ferrovie, automobile), un qualche avvenimento politico o un successo finanziario inaspettato. Qualunque vicenda occorra, purché sia sufficientemente ampia e pervasiva, provocherà un’alterazione delle prospettive economiche, facendo variare le opportunità di profitto in almeno un settore fondamentale dell’economia. Infatti si assisterà alla forte crescita di alcuni settori di attività (nuove o già esistenti) e al declino di altre e questo fornirà la base per nuove linee di speculazione (Kindleberger, 1978).

Le imprese e gli individui verranno indotti ad investire i loro risparmi e i crediti disponibili verso le fonti maggiormente redditizie e ad allontanarsi da quei settori che stanno declinando: se il fenomeno acquista dimensioni rilevanti, si potrà assistere ad un’impennata degli investimenti e della produzione, che condurrà il sistema verso un boom, il quale avrà come elemento distintivo la crescente domanda di investimenti illiquidi (Ferrari, Romano, 1999). Questo si può manifestare nella crescita degli investimenti in borsa e quindi nell’acquisto di azioni e nella concessione di obbligazioni, il tutto indotto dalla speranza di ottenere ricchi dividendi o alti tassi di interesse. Il problema derivante da questa prima fase di Manie Speculative è che oltre agli insiders, ossia professionisti e “giocatori” esperti, si affacciano al sistema finanziario anche gli outsiders, ossia tutte quelle imprese, famiglie, investitori che, inesperti ed estranei al sistema, sono spinti ad entrarvi da un desiderio di forte guadagno.

Si giunge quindi alla fase dell’euforia, in cui iniziano a speculare anche settori della popolazione solitamente non avvezzi a questo genere di attività, persone normali che, in preda ad atteggiamenti “maniacali” si allontanano da un modello di comportamento razionale: gli outsiders così come tutti gli speculatori in questa fase, sono motivati dal capital gain, ossia da guadagni conseguenti alla compravendita dei titoli. L’euforia e il desiderio di guadagno che pervadono gli speculatori, fanno in modo che l’orizzonte temporale dei profitti sull’investimento si accorci così come si riducono i tempi speculativi (Ferrari, Romano, 1999). Il tutto si trasforma in una corsa agli acquisti speculativi che si regge su precise aspettative di crescita ed è caratterizzata, come gli avvenimenti nella storia dimostrano, da un eccessivo comportamento irrazionale e da un ingiustificato clima di fiducia (Ferrari, Romano, 1999). Il fenomeno è supportato da un’espansione del credito bancario che allarga l’offerta totale di

moneta, le istituzioni finanziarie accettano strutture di debito che fanno diminuire la liquidità e che, in un clima meno euforico, sarebbero state respinte (Kindleberger, 1978).

L'idea di fondo di Kindleberger è che esista un'ineliminabile irrazionalità dei mercati finanziari, la quale emerge a tratti nella vita economica ed è tale da appannare le capacità di giudizio degli agenti economici (Ferrari, Romano, 1999). In un simile contesto, la crescita dei tassi di interesse, della velocità di circolazione della moneta e dei prezzi diventa pressoché continua: si sviluppa un effetto retroattivo positivo, per il quale gli aumenti iniziali dei prezzi provocano ulteriori aumenti dei prezzi mano a mano che gli effetti degli aumenti dei prezzi iniziali agiscono retroattivamente su prezzi ancora più alti attraverso una maggiore domanda degli investitori (Kindleberger, 1978; Shiller, 2000).

Questo meccanismo contribuisce a rafforzare e fa in modo che continui a crescere la fiducia nel sistema, la quale alimenterà incessantemente l'euforia.

La fase di euforia, non può però procedere all'infinito e infatti, secondo Kindleberger, si arriva ad un certo punto in cui alcuni insiders decidono di uscire dal mercato finanziario, cercando di vendere per monetizzare i propri profitti; questi investitori sono convinti che il mercato finanziario abbia raggiunto il proprio apice e pertanto si ritirano. Si tratta di una fase molto delicata, in quanto nonostante nel mercato finanziario continuino ad affluire nuovi outsiders, i prezzi cominciano a ristagnare e facilmente si entrerà nella terza fase del modello, il Disagio Finanziario. A questo punto, una parte consistente degli speculatori diventa cosciente che, innanzitutto, può svilupparsi una corsa alla liquidità che potrebbe avere conseguenze disastrose per i prezzi dei beni e dei titoli e in secondo luogo, che alcuni speculatori allo scoperto non saranno più in grado di restituire i debiti contratti (Kindleberger, 1978).

Viene a mancare la fiducia nella ripresa del mercato finanziario: si assiste così alla fuga verso la liquidità quasi istantanea con il conseguente distoglimento dalle attività finanziarie a lungo termine, con il crollo dei prezzi dei beni e con il fallimento del sistema.

I segnali che innescano queste reazioni, facendo precipitare la crisi, possono essere il crollo verticale dei prezzi di un oggetto di speculazione, il fallimento di una banca, oppure il crollo dell'indice Dow Jones e il fallimento di importanti istituti di credito, la rivelazione della frode o del furto di qualcuno che aveva cercato di sfuggire alla situazione con mezzi disonesti (Kindleberger, 1978).

A questo punto si assiste alla fuga in massa degli investitori: i prezzi diminuiscono fortemente, aumentano i fallimenti, le banche sospendono i prestiti per acquisti di attività e spesso sorge un atteggiamento di panico dovuto al timore di non poter recuperare le somme investite, in quanto si comincia a comprendere che la quantità di moneta è limitata.

La reazione di panico si autoalimenta, innescando nel sistema una serie di reazioni a catena, capaci di generare un vortice pericoloso, un circolo vizioso, fino ad arrivare al crollo finanziario con situazioni di panico: una caduta dei prezzi fa ridurre il valore delle garanzie accessorie e induce le banche a esigere la restituzione dei prestiti o a rifiutarne di nuovi, costringendo le ditte commerciali - che si vedono costrette a restituire i prestiti contratti con le banche - a vendere le merci, le famiglie a vendere i titoli, le industrie a posporre l'indebitamento e i prezzi a continuare il loro ulteriore declino. Se le imprese falliscono, i crediti delle banche diventano inesigibili e così falliscono anche queste, di conseguenza i depositanti saranno spinti alla fuga verso la liquidità e pertanto inizierà il ritiro dei propri fondi, provocando nelle banche la richiesta di restituzione di ancora altri prestiti e la vendita di ancora altri titoli (Kindleberger, 1978). Ulteriori fallimenti si innescano di volta in volta, la fuga verso la liquidità ne è allo stesso tempo una conseguenza e una causa: il tutto finisce per culminare nel crollo del sistema creditizio.

Kindleberger (1978), attraverso la sua analisi, osserva che, in seguito al crollo, la crisi procede inevitabilmente in una propagazione nazionale, se non viene arrestata bloccando gli scambi o prevedendo un pool di banche a sostegno dei mercati finanziari: la propagazione avviene attraverso meccanismi di contagio, di movimenti di capitale a breve termine, aumento e diminuzione delle scorte mondiali di merci. Un'altra possibilità è che si verifichi una caduta vertiginosa dei prezzi, tale da indurre la gente a muoversi nuovamente verso attività meno liquide.

Kindleberger e Aliber (2011) sostengono che una crisi finanziaria può coinvolgere crollo o panico o entrambi, in uno e nell'altro ordine. Essi definiscono il crollo come un collasso dei prezzi delle attività finanziarie, oppure come il fallimento di un'azienda o di una banca importante. Il panico, invece, viene classificato come una paura improvvisa senza una causa; esso può succedere in un mercato finanziario o coinvolgere una corsa da titoli meno liquidi verso denaro o titoli di governo, nella credenza che i governi non andranno mai in bancarotta. In particolare, il panico è un fenomeno psicologico subitaneo in cui gli elementi di razionalità economica sono pochi o assenti; esso si distingue dalla depressione di mercato, è

caratterizzato da un sentimento di paura e si configura come un improvviso capovolgimento delle opinioni degli investitori (Ferrari, Romano, 1999). È possibile che gli individui cambino velocemente opinione sul fatto che valga la pena di partecipare al mercato finanziario o viceversa che esso sia un luogo pericoloso; questo perché le persone combattono sempre tra due forze in conflitto che vedono, da una parte, il conservatorismo, la riluttanza ad accettare nuove realtà e dall'altra la paura di non muoversi abbastanza velocemente ed essere esclusi (Vines, 2009).

Vines (2009) individua quattro categorie di panico:

- Phoney panic, causato da eventi che non hanno niente a che vedere con le operazioni intrinseche dei mercati finanziari o le performance delle compagnie;
- Self-induced or end-of-cycle panic, descritto come panico dovuto ad una bolla che scoppia;
- Contagious panic, è precisato che tutti i tipi di panico sono contagiosi ma questa tipologia è guidata dal contagio in sé più che dalla causa che lo ha provocato all'inizio, esso è in sostanza primariamente il prodotto del contagio;
- Real panic, scatenato da eventi reali come recessione economica o forte calo della redditività d'impresa che dà agli investitori ragioni forti per preoccuparsi.

Il panico si produce per l'insorgenza di situazioni favorevoli, quali pericoli imminenti o percezione che le vie di fuga si stiano chiudendo, e in condizioni di particolare tensione, però sarebbe errato pensare che esso segua sempre periodi di crisi. Spesso, anzi, è l'euforia che si rovescia in panico e in questo caso il panico ha conseguenze molto peggiori rispetto al panico che segue una depressione (Ferrari, Romano, 1999).

C'è una forte associazione tra bolle nei prezzi ed euforia economica (Kindleberger, Aliber, 2011), così come tra un boom, che si identifica con l'euforia, e il crollo. Kindleberger e Aliber (2011) sottolineano come il rompersi delle bolle porti ad una depressione nell'attività economica e sia spesso associato con il fallimento di istituzioni finanziarie, frequentemente su scala massiva. Secondo gli autori il fallimento di queste istituzioni distrugge i canali del credito e quindi contribuisce al rallentamento nell'attività economica e di seguito alla lentezza della ripresa economica.

Il comportamento gregario qui ha un ruolo significativo, perché si è visto come l'abilità nel prendere decisioni individuali venga sminuita dalla pressione dell'opinione collettiva; quindi l'Herding Behavior può essere un problema quando la pressione del gruppo porta i prezzi ad un'impennata o ad un crollo (Vines, 2009).

I momenti di boom e di panico, inoltre, non sono sempre circoscritti, ma spesso sono trasmessi da un paese all'altro in vari modi tra cui: arbitraggio in titoli e movimenti di denaro in varie forme, cooperazione fra autorità monetarie e atteggiamenti psicologici dell'investitore, nel senso che l'aumento di euforia o pessimismo in un paese può influire sugli investitori in altri (Kindleberger, Aliber, 2011).

A cavallo tra la fase di euforia e quella del crollo si verifica l'effetto Duesembergy descritto da Kindleberger (1978) come il rifiutarsi, quando il reddito diminuisce, di ridurre i consumi nella stessa misura in cui li si erano aumentati al crescere del reddito. In altre parole, lo studioso osserva che in periodi di seria riduzione dei proventi dell'attività economica, si innalza la propensione al rischio speculativo per la difficoltà ad accettare un abbassamento del tenore di vita: le conseguenze sono una minor vigilanza a livello psicologico e quindi una ricerca di speculazioni più redditizie, ma inevitabilmente più rischiose sul lato economico (Ferrari, Romano, 1999).

Un altro fenomeno ricorrente è la ricerca da parte della popolazione di un colpevole a cui attribuire le cause della fine dell'euforia e dello scoppio della bolla speculativa: la massa di investitori vittime del contagio, che fino a poco tempo prima erano totalmente immersi nella bolla speculativa e la alimentavano, allo scoppio di quest'ultima realizza la grave crisi che ne deriva e necessita di incanalare verso qualcuno i sentimenti negativi. Spesso essi sono supportati dalla scoperta di scandali e truffe nel sistema speculativo, i quali hanno contribuito, nei momenti di euforia, alla costruzione del circolo vizioso di distruzione. Le persone e le istituzioni che erano state coinvolte nella speculazione, si trovano ora senza senso critico, ignorano la realtà e sono forti di ciò che viene espresso nella dottrina della libera impresa: il mercato finanziario è un riflesso neutro, che si muove in base agli influssi esterni e non è quindi soggetto a errori provenienti da dinamiche a esso interne; la comunità finanziaria si colloca allora al di sopra degli errori, cercando elementi esterni a cui attribuire la "colpa".

Proseguendo con la sua analisi, Kindleberger cerca di fornire una soluzione che dia un esito positivo alle crisi finanziarie e economiche: egli osserva come le autorità si sentano quasi

obbligate ad intervenire. Panico dopo panico, crollo dopo crollo, crisi dopo crisi, la autorità intervengono, tentando di arrestare il panico, il diffondersi del calo dei prezzi e dei fallimenti delle banche e delle imprese.

Sembra che sia il sistema stesso a richiedere l'intervento di un Prestatore di ultima istanza, definito da Kindleberger come «una barriera pronta ad arrestare la corsa da attività finanziarie reali e illiquide alla conversione in denaro, rendendo disponibili maggiori quantità di moneta». Così facendo tenterà di ridare una parvenza di stabilità e fiducia al mercato finanziario, calmando la reazione di panico.

In sostanza secondo Kindleberger il meccanismo della crisi è caratterizzato da una serie di elementi: errori di calcolo nella fase espansiva; comportamenti speculativi strettamente legati ad attese irrazionali e caratterizzate da euforia, fase di panico, con reazioni ancora più irrazionali e catastrofiche.

Prendendo in considerazione il modello proposto da Kindleberger, Ferrari e Romano concludono che la crisi si sviluppa quando le attese, irrazionali ed euforiche, subiscono un brusco ribaltamento, determinato da eventi che alterano la fiducia nel credito.

Le persone coinvolte in queste situazioni di euforia speculativa irrazionale seguitano a mantenere inalterati vecchi schemi, inadatti alle nuove circostanze, in attesa di un miglioramento: è come se ci fosse una sorta di accomodamento, attraverso il quale le persone acquisiscono nuove informazioni, ma le interiorizzano in modo da renderle coerenti con le proprie convinzioni precedenti. Come sostiene Chancellor (1998) "informazioni dissonanti che contraddicono la fantasia collettiva sono sgradite e si cerca di evitarle". Leon Festinger, nella sua Theory of Cognitive Dissonance (1957), attraverso diversi esperimenti giunge a confermare la tesi secondo cui le persone accettano gradi crescenti di dissonanza, se sono motivate da una gratificazione sufficientemente allettante; questo si declina a livello di mercati finanziari, quando si sostiene che le persone ignorano le cattive notizie, in quanto desiderano fervidamente i rapidi profitti che a loro derivano dalla speculazione (Chancellor, 1998).

Il cambiamento avviene, secondo Festinger (1957), quando il dolore, dovuto al mantenimento della dissonanza cognitiva, supera le gratificazioni; nel mercato finanziario questo si traduce nel momento in cui la paura delle perdite supera l'avidità del guadagno (Chancellor, 1998).

A conclusione di quanto detto fino a qui, una considerazione fondamentale sulla società umana è che le persone che comunicano tra di loro hanno un modo simile di pensare: se i

milioni di persone che investono fossero tutte indipendenti l'una dall'altra, qualsiasi pensiero erraneo sarebbe scartato e non avrebbe conseguenza sui prezzi, al contrario se un pensiero non meccanicistico o irrazionale fosse comune a un gran numero di persone, allora tale pensiero potrebbe essere fonte di effervescenza e depressione nel mercato finanziario (Shiller, 2000).

Questa trattazione mostra un'ulteriore confutazione della razionalità rigorosa proclamata dall'Efficient Market Hypothesis. Ovviamente si tratta di eventi che non avvengono tutti i giorni ma che sono comunque supportati da distorsioni cognitive, da istinti gregari e quindi da quella irrazionalità che contraddistingue l'essere umano in quanto tale.

La prospettiva di Orléan.

André Orléan nella sua opera "De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière" (2009), affronta e analizza il problema delle crisi finanziarie.

Innanzitutto Orléan sostiene l'instabilità dei mercati finanziari e smentisce l'ipotesi di efficienza. Contrariamente alle pretese di oggettività, l'autore fa notare che le stime dei valori fondamentali dei titoli sono soggettive. L'approccio neoclassico sostiene l'esistenza a priori di scelte ottimali future, ma questo non è realistico dal momento che è riferito ad un contesto in cui non è possibile circoscrivere ai soli dati economici le cause di evoluzione e cambiamento. In altre parole, nelle società umane le conoscenze individuali e collettive evolvono sulla base di molti fattori, tra cui credenze e valori strutturanti il contesto sociale, quindi non ha senso limitarsi all'analisi dei dati economici e pensare che esista la possibilità di definire a priori con certezza un'opzione corretta. Qui la conoscenza collettiva non è pensata come riflesso di una realtà oggettiva ma come il risultato delle interazioni stesse, in questo caso finanziarie.

Secondo Orléan, dapprima esiste solo un insieme di opinioni divergenti, a partire da questo insieme eterogeneo il mercato finanziario, assimilato ad una macchina cognitiva complessa, produce una stima collettivamente accettata, essa però è una convenzione e sceglierne una piuttosto che un'altra è una sorta di scommessa. La realtà economica, dunque, si costituisce sulla base di valutazioni e investimenti prodotti dall'adesione ad una determinata convenzione; l'abbandono di quest'ultima per trovarne un'altra si ha solo quando i fatti osservati si presentano in evidente contrasto con la rappresentazione prevalente e questo genera forti turbolenze.

Si può dire che la produzione di una stima collettivamente accettata sia un fenomeno sociale, e come tale è proprio nella sua natura il fatto che arrivi a prevalere l'opinione che soddisfa nel modo migliore gli interessi. Il mercato finanziario è portato a focalizzarsi sulla credenza che più ne aumenta la prosperità, facendo di tutto poi per sostenerne la legittimazione. Su questo si basa il fondamento dell'accecamento di fronte al disastro, che svolge un ruolo fondamentale nelle crisi. Nella situazione di accecamento, dalla maggior parte degli individui non viene percepito il fatto di essere nel mezzo di una bolla e i pochi che lo sostengono non vengono creduti. Del resto, si è visto come non sia possibile fare stime certe del valore fondamentale, quindi a qualsiasi opinione ne può essere contrapposta una che la delegittimi.

A questo si aggiunge il fatto che il mercato finanziario cerca in ogni modo di sostenere l'opinione che gli sta permettendo di prosperare, come avviene nei momenti di euforia, in cui è in corso la produzione di una grandissima ricchezza diffusa in tutto il mondo finanziario. In questa situazione gioca un ruolo importante la pressione al conformismo, l'ossessione del consenso. Nel paragrafo in cui si è trattato di influenza maggioritaria e groupthink, si è visto come la maggioranza spinga ad esibire conformismo e nel prendere decisioni all'interno del gruppo ci sia un focus significativo sull'esigenza di coesione. Si può quindi capire come queste dinamiche abbiano un impatto particolare sul comportamento finanziario in un momento di euforia di mercato, vista come anticamera di una crisi.

Orléan nella sua trattazione si discosta in parte dalla linea comune della Finanza Comportamentale, infatti nel rigettare l'ipotesi efficiente egli critica anche alcuni assunti della Finanza Comportamentale e propone l'ipotesi autoreferenziale. Questa sostiene che una razionalità sui mercati finanziari ci sia, però costruita soprattutto sull'opinione altrui e non solo sul valore fondamentale del titolo: quindi il mettere in atto comportamenti "irrazionali", come acquistare al di sopra del valore fondamentale, non è dovuto ad ignoranza, ma all'aspettativa che gli altri facciano lo stesso.

Analizzando la crisi del 2007-2009, alla base della quale vengono poste la bolla degli immobili e la bolla del credito, Orléan sottolinea come nel periodo di euforia che l'ha preceduta, con i prezzi degli immobili in continuo aumento, sia stata prodotta una ingente quantità di ricchezza che ha favorito sia gli acquirenti che i prestatori secondo un effetto meccanico: più ricchi gli acquirenti perché aumentato il valore del loro capitale, più ricchi i prestatori per gli interessi percepiti e per la maggiore valorizzazione del proprio stock di crediti. L'euforia si è mantenuta finché altre persone hanno alimentato questa dinamica, basandosi sulla speranza che i prezzi

continuassero a salire; il ruolo dell'aspettativa quindi è stato centrale, perché su di essa si è giocato il meccanismo euforia-panico: l'evoluzione prevedibile del prezzo è quel che conta, quando poi l'aspettativa crolla il prezzo ritorna velocemente al valore fondamentale.

Orléan praticamente rifiuta la pretesa di irrazionalit  collettiva nei contagi, sostenendo che, semplicemente, alcune interpretazioni si impongono come salienti in modo simultaneo ad un grande numero di investitori; e, si potrebbe aggiungere, pi  aumenta il numero, maggiore diventa la salienza seguendo un movimento circolare.

La posizione dell'autore si differenzia dalle tesi della teoria comportamentale proprio perch  questa, al contrario, generalmente postula l'irrazionalit  come elemento cardine e presuppone la presenza di investitori ignoranti come una condizione necessaria affin  si produca inefficienza.

La prospettiva di Shiller.

Nel suo libro "Irrational exuberance" del 2000 Robert J. Shiller propone una visione delle bolle speculative come influenzate da diversi fattori, e sostiene la necessit , nell'analizzarle, di tener conto di quei campi che tendenzialmente, vengono ignorati dagli analisti finanziari quali l'economia, la psicologia, la demografia, la storia e la sociologia.

Shiller, prendendo in considerazione l'aumento del valore del mercato finanziario, ne rintraccia le cause in fattori strutturali, culturali e psicologici. Egli ritiene ci siano fattori che, pur stando al di fuori del mercato azionario, ne influenzano il comportamento e fungono da acceleratori. Tra questi ci sono la tecnologia e la demografia, amplificate sul mercato finanziario da meccanismi che, rafforzando la fiducia nel mercato finanziario, creano una ciclicit  di cambiamenti dei prezzi volta al rialzo, che d  origine alla bolla speculativa. Quest'ultima   a sua volta rafforzata da alcuni fattori culturali, che le conferiscono una struttura pi  forte, in primo luogo il pensiero economico della "nuova era", cio  una sorta di credenza positiva di essere entrati in un periodo migliore rispetto al passato e meno incerto, e il ruolo dei mezzi di comunicazione.

I fattori psicologici, in particolare sotto l'aspetto di "ancore" psicologiche e di comportamento gregario, definiscono ancor meglio la bolla speculativa. Shiller, infatti, sostiene che i mercati finanziari abbiano delle basi psicologiche, che portano ad alcuni comportamenti non previsti da un operare del tutto razionale; questo perch  gli individui che vi agiscono hanno delle abilit  limitate e, in talune condizioni, sono portati istintivamente a mettere in atto determinati comportamenti.

Con riferimento ai mercati finanziari, Shiller propone due ancore psicologiche (qualitative e quantitative) influenti nel determinare i giudizi ed i comportamenti degli investitori. Nel valutare il mercato finanziario gli individui utilizzano le ancore quantitative come indicatori del livello, per decidere se i titoli hanno il giusto prezzo; il sistema dell'ancoraggio funziona quando si lega il titolo oggetto di valutazione ad informazioni disponibili in memoria o al movimento di altri titoli; in questa situazione l'andamento di un singolo titolo può essere quindi ancorato a quello di altri, oppure al prezzo più recente ricordato o al ricordo dei prezzi passati. Le ancore morali, invece, hanno a che fare con la dimensione della motivazione, questa pone sui piatti della bilancia da una parte l'acquisto dei titoli e dall'altra i diversi usi possibili della ricchezza investita, opera una valutazione fra il conservare investimenti e spendere la ricchezza rappresentata da essi, tra l'investire la propria ricchezza e il disporre di denaro liquido. Da questo emerge l'importanza della tendenza ad avere un'eccessiva e ingiustificata fiducia in ciò in cui si crede, che coinvolge il giudizio intuitivo, il pensiero magico e la credenza nella fortuna. Pensando poi al mercato finanziario come un insieme di individui che agiscono ed interagiscono tra loro, l'autore prende in considerazione la possibilità che le persone non siano del tutto indipendenti e quindi che un pensiero comune a molti possa diventare fonte di un forte movimento verso l'alto o verso il basso. L'autore non nega che un ragionamento comune possa essere generato dal fatto che le persone si trovano contemporaneamente a reagire allo stesso tipo di informazione e quindi trovano in un dato giudizio la miglior risposta; a questa base però affianca anche il comportamento gregario propriamente detto, cioè quello causato proprio dall'osservazione del comportamento degli altri.

Shiller sottolinea che le persone razionali possono decidere di adottare un comportamento gregario, anche quando sono consapevoli che gli altri si stanno comportando secondo una modalità gregaria; questo significa che un comportamento razionale dal punto di vista individuale può produrre un comportamento di gruppo considerato, per definizione, come propriamente irrazionale.

In questa visione sono particolarmente importanti i fenomeni di cascata d'informazione. La diffusione di idee ed informazioni può avvenire sia tramite il meccanismo del passaparola, che ha da sempre un grande ruolo nella società, sia tramite i media, che hanno grosse capacità di diffusione, pur rimanendo però meno efficaci nell'influire sul comportamento rispetto all'interazione umana diretta. Così, alla fine, è proprio il passaparola la componente fondamentale per la propagazione delle bolle speculative.

Due punti ancora vanno ricordati. Innanzitutto, il fatto che nella mente delle persone possano esistere nello stesso momento opinioni contrastanti. Questo coesistere di idee diverse è responsabile sia della rapidità del contagio di idee, sia dell'altrettanto improvviso verificarsi di capovolgimenti nel pensiero pubblico. In altre parole, l'apparire di nuove informazioni che danno supporto ad un'idea può portarla in primo piano velocemente, benché essa sia in aperta contraddizione con la posizione sostenuta fino a quel momento, poiché l'idea era già in qualche modo presente nella mente delle persone.

Inoltre, è importante tener presente che l'attenzione sviluppa fra gli altri, anche un meccanismo di selezione del focus su base sociale, l'attenzione cioè ha una base sociale che consente di creare una visione del mondo condivisa nella comunità, proprio perché gli individui tendono a prestare attenzione alle stesse cose cui prestano attenzione gli altri.

2.6 La crisi cinese del 24 agosto 2015.

Qui di seguito viene illustrata in modo dettagliato l'ultima crisi globale del mercato finanziario, quella generata dal panico borsistico conseguente al crollo della Borsa di Shanghai nell'agosto 2015, verificatasi proprio in concomitanza con lo sviluppo di questa tesi e divenuta oggetto della terza ricerca.

Lunedì 24 agosto 2015 la Borsa di Shanghai, che apre e chiude prima delle altre Borse, per motivi di fuso orario, dopo una settimana ritenuta la peggiore degli ultimi anni, ha perso l'8,5%. Con questo ultimo calo si ritiene che abbia perso tutto quello che aveva guadagnato dall'inizio del 2015.

Immediata è stata la ripercussione sulle altre Borse: in Francia il principale indice di borsa ha perso circa il 5%, nel Regno Unito il 4%, in Germania e in Grecia rispettivamente il 4,3 e il 10,5%, in Spagna il 4,8 e in Italia il 5,3%.

Le cause di questo crollo, definito "lunedì nero" dai giornali di mezzo mondo e paragonato per gravità, da molti analisti, alla crisi che colpì gli Stati Uniti nel 1929, sono molteplici, ma il motivo fondamentale è stato il panico generato dalla situazione cinese.

In Cina il mercato finanziario era cresciuto moltissimo fino a giugno, poi ha cominciato a crollare molto rapidamente. Il governo cinese ha adottato diverse misure per arginare la caduta, ma con scarso successo: ha vietato agli investitori più ricchi di vendere le loro azioni, ha incoraggiato i piccoli investitori a prendere soldi in prestito dalle banche per investire in borsa ed ha effettuato una modifica molto importante per quanto riguarda la moneta

nazionale, rendendo lo yuan libero di fluttuare secondo il volere degli investitori. La decisione della Banca nazionale cinese di lasciar libero lo yuan ne ha provocato una immediata forte svalutazione. Come conseguenza della svalutazione cinese molte altre valute sono scese di valore, soprattutto nei paesi asiatici e in quelli che intrattengono molti rapporti commerciali con la Cina. Sulle motivazioni che hanno portato la Banca nazionale, strettamente dipendente dal Governo centrale, alla decisione di svalutare lo yuan, gli analisti si sono chiesti se alla base potesse esserci una decisione strategica per dare impulso alle esportazioni in una situazione economica di deflazione e crollo della domanda, piuttosto che, più semplicemente, la risposta del mercato finanziario ad una precedente sopravvalutazione.

Il periodo nero per la Borsa di Shanghai e per le altre più importanti borse del Paese, come la borsa di Shenzhen, era iniziato il 12 giugno quando si è innescato un crollo apparentemente inarrestabile, che l'ha portata a perdere oltre il 35% del suo valore nell'arco di un mese. Nell'ultimo anno il mercato finanziario cinese era cresciuto più del 150%, ma, dopo aver raggiunto questo picco, aveva iniziato a scendere, lasciando sul campo, in media, più del 5% del suo valore ogni giorno. A questo punto gli investitori spaventati dalla repentina inversione di tendenza, si sono fatti prendere dal panico e hanno iniziato a vendere, o meglio a svendere i propri portafogli a prezzi sempre più bassi, innescando un circolo vizioso da cui è diventato difficile uscire.

La condizione in cui si trova attualmente il mercato finanziario cinese sembra avere tutte le caratteristiche di una bolla finanziaria generatasi nel tentativo di disinnescarne un'altra, quella immobiliare, generatasi a sua volta subito dopo la crisi globale del 2008. Infatti, a partire dallo scorso anno la Cina ha iniziato a vivere una fase di profonda crisi del mercato immobiliare. La vertiginosa discesa dei prezzi degli immobili, insieme alla stringente politica anticorruzione voluta dal governo, che ha impedito la fuoriuscita dal paese di ingenti capitali non sempre puliti, ha fatto sì che una consistente liquidità rimanesse dentro i confini nazionali e si riversasse in Borsa. I prezzi di azioni, obbligazioni e derivati vari hanno iniziato a salire, stimolando gli investimenti anche da parte dei privati, milioni di lavoratori, studenti, pensionati, incoraggiati in questo anche dalla politica del Governo, che ha sempre favorito nelle famiglie la politica del risparmio a scapito della politica del consumo, hanno investito nel mercato finanziario i risparmi di una vita, la pensione, le borse di studio, contribuendo così a gonfiare la bolla. I tassi di rendimento offerti dal mercato finanziario erano così alti e allettanti

che moltissime persone, aziende ed istituzioni non hanno esitato a prendere denaro in prestito dalle banche per investirlo in Borsa, sedotti dall'idea di facili guadagni.

I prezzi delle azioni nell'ultimo anno sono cresciuti moltissimo senza particolari ragioni collegate ai risultati delle aziende, in particolare gran parte della Borsa di Shanghai è stata trainata da ChiNext, l'indice che raccoglie le maggiori società tecnologiche della Cina. Ad un certo punto però gli investitori si sono resi conto che i prezzi erano diventati troppo alti per poter durare ancora a lungo e, allertati dagli avvisi degli analisti, sia cinesi, sia internazionali, che mettevano in guardia contro questa crescita incontrollata, hanno cominciato a vendere. Nel momento in cui un certo numero di investitori si mette a vendere, preferisce farlo anche chi è abbastanza sicuro dei propri investimenti, si innesca così quella situazione, che si chiama "panico borsistico", che spesso anticipa una crisi. Chi si è indebitato con le banche ha paura di non poter più rimborsare il dovuto e ha fretta di vendere al più presto, pur di sbarazzarsi di attività finanziarie che valgono sempre di meno.

Oggi il Governo per tentare di sgonfiare questa bolla ed evitare così che scoppi, con effetti devastanti e non sempre prevedibili e controllabili, ha abbassato i tassi di interesse e ha chiesto alle aziende statali di non vendere nemmeno una azione, nel tentativo di ridare un po' di fiducia al mercato finanziario, ha inoltre obbligato le banche a estendere i prestiti nel tentativo di riversare nel sistema economica nuova liquidità.

Si è detto che questa bolla si è generata per ridurre gli effetti di un'altra bolla sviluppatasi in precedenza, quella immobiliare.

Per i più attenti osservatori dell'economia cinese, infatti, le difficoltà del gigante asiatico non sono una novità. Caratterizzata da forti elementi di dirigismo da parte del Governo e del Partito, impegnata, per esplicita volontà dei vertici politici, in una complessa e inevitabile transizione da un passato di economia in via di sviluppo, dipendente da capitali esteri, con alti tassi di investimento e industrializzazione a tappe forzate, verso un futuro di economia di medio sviluppo, meglio bilanciata tra componenti di crescita interne ed esterne e tra investimenti e consumi, la Cina aveva di fronte a sé due sole alternative: un soft landing ossia un atterraggio morbido verso una crescita meno arretrante ma più equilibrata, o un hard landing, ossia una traumatica caduta in una stagione di crisi conclamata e dagli esiti imprevedibili.

Messa di fronte alla crisi globale del 2008, la Cina ha dato la sua risposta con piglio autorevole e inaspettato dinamismo, allora da tutti ammirato. Per un paese che si era totalmente affidato ad un modello “asiatico” di crescita trainata dalle esportazioni e che nel 2007 era arrivato a segnare un mastodontico surplus commerciale pari al 10% del Pil, il collasso dei principali mercati finanziari esteri nel 2008 ha posto una sfida esiziale, che ha affrontato attraverso un megastimolo alla domanda interna. In una economia caratterizzata dall’insufficiente sviluppo dei consumi da parte delle famiglie, portate per educazione e cultura a risparmiare, piuttosto che a consumare, sia per motivi precauzionali, sia per far fronte ad una sanità sempre più privatizzata e quindi costosa, lo stimolo da 4000 miliardi di yuan è stato canalizzato, attraverso una massiccia creazione di credito, verso gli investimenti in infrastrutture e abitazioni.

A partire dalla crisi del 2008 ha così iniziato a svilupparsi la bolla immobiliare. La componente degli investimenti è salita fino al 48% nel 2010, mentre il credito è esploso, volando dal 130% del Pil nel 2007 fino al 220% nel 2014, con quasi la metà dell’incremento concentrato nel settore dei beni immobili. L’aumento degli investimenti nei beni immobili è da ricercarsi in una serie di condizioni verificatesi negli anni precedenti. Fondamentali al riguardo sono state una riforma costituzionale sulla proprietà privata residenziale e le trasformazioni strutturali in atto che vedevano nascere una forte inurbazione delle popolazioni rurali a seguito del fatto che le città si modernizzavano sempre più mentre le zone rurali diventavano sempre più arretrate. Le aspettative sull’evoluzione del mercato finanziario hanno dato impulso alla domanda, ma questo ha provocato un aumento dei prezzi, il prezzo degli immobili è andato crescendo sempre più velocemente (nel solo mese di aprile 2011 è cresciuto del 10%), distruggendo così il sogno del ceto medio urbano di acquistare casa.

Il Pil cinese ha continuato a crescere a tassi invidiabili, ma, fenomeno altamente tossico, era presente anche una impennata del credito a tassi tre volte più rapidi. Ciò significa che lo stimolo pubblico è risultato sempre meno efficiente, come è cominciato a trasparire man mano che prendevano forma una montagna di crediti problematici o inesigibili, di investimenti improduttivi, di infrastrutture inutili e di città fantasma, nuove e disabitate.

Nel 2011 la Banca centrale cinese ha alzato più volte i tassi, questa stretta creditizia ha rallentato la produzione industriale, ha favorito la deindustrializzazione di alcune aree e la dislocazione di alcuni settori in altri paesi asiatici, dove i salari sono più bassi. I capitali ricavati sono stati di nuovo reinvestiti nella speculazione immobiliare, ma l’aumento del numero degli

immobili rimasti invenduti a seguito del vertiginoso aumento dei prezzi ha fatto crollare il valore delle case con cali tra il 30 e il 70%. Come sempre, in base alla più elementare legge di mercato, infatti, dopo essersi impennati a ritmi vertiginosi, i prezzi delle case hanno invertito il trend, scendendo con ritmi altrettanto vertiginosi, segno preoccupante di una bolla a rischio esplosione.

Fenomeni analoghi di accumulazione di eccessi si sono verificati nell'industria dei materiali da costruzione: la capacità produttiva si è espansa a ritmi tali da generare una sovrapproduzione, che ha comportato un crollo dei prezzi superiore del 50%.

In fuga dall'investimento nel bene casa, il bene rifugio più facilmente accessibile, ma non più percepito come sicuro, i risparmiatori e i piccoli investitori si sono gettati sul mercato finanziario, guidati o indotti a questo dal Governo stesso che, nel tentativo di evitare lo scoppio della bolla immobiliare, ha finito per creare una nuova bolla, non meno pericolosa, quella finanziaria, di cui si è parlato all'inizio come concausa del crollo in Borsa del 24 agosto.

Oggi, dopo anni di crescita economica e finanziaria ininterrotta a tassi da far invidia a qualsiasi paese occidentale, la seconda economia mondiale si trova a fare i conti con un contesto socio economico molto complesso, che mette a dura prova le capacità dirigiste di un sistema di governo che ha guidato il paese fino a questo punto. L'economia cinese si scopre improvvisamente fragile, in preda ad una crisi che affonda le sue radici nei problemi dell'economia reale.

Attualmente, dietro queste crisi, stanno venendo al pettine i nodi strutturali dell'economia cinese: in primo luogo le dimensioni reali del debito pubblico, che non sono quelle del debito statale, che è stato vigilato costantemente, ma quelle dovute in gran parte ai debiti delle amministrazioni locali che, invece, sono lievitati senza freno. In secondo luogo è finita la "luna di miele" dell'economia cinese nel suo "trentennio glorioso" e si sta avvicinando il momento che vedrà il sorpasso della popolazione non attiva su quella attiva, per effetto della stretta demografica, che ha portato negli anni ottanta alla politica del figlio unico. In terzo luogo la forbice del divario tra città e campagna si è sempre più allargata, raggiungendo il punto massimo, poiché in trenta anni si è attuato un processo sempre più intenso di modernizzazione industriale delle città, mentre il mondo rurale è stato coinvolto in pochissime innovazioni. Ora

è venuto il momento di modernizzare l'agricoltura, ma questo potrebbe lasciare senza lavoro oltre 200 milioni di contadini, da ricollocare in qualche modo, e tutto questo esige una programmazione di spesa ingentissima. Altro nodo cruciale i capitali stanno defluendo dalla Cina, questa tendenza dipende in parte da investimenti cinesi all'estero, dove la manodopera costa meno, e in parte dal calo delle esportazioni, ma è legata anche al fatto che sono scomparsi gli altissimi rendimenti che premiavano chi investiva in Cina.

Tutti i paesi che hanno affrontato in ritardo, rispetto ad altri, il passaggio alla modernità hanno dovuto farlo a ritmi sempre più veloci, per recuperare terreno, ma questo ha comportato una crescita con forti squilibri interni e non poche fragilità. La Cina non sta sfuggendo a questa regola: il paese è cresciuto rapidissimamente, ma si è lasciato alle spalle zone di arretratezza, problemi irrisolti, debolezze crescenti.

Elementi di debolezza strutturale dell'economia cinese sono, tra gli altri, la bomba demografica che sta appena iniziando a far sentire i suoi effetti e che, nel giro di cinque anni entrerà nella sua fase acuta, la debolezza del mercato finanziario interno e la dipendenza dai mercati finanziari esteri, la fragilità infrastrutturale, le disuguaglianze interne.

In particolare la carenza di domanda esterna, aggravata dalla crisi globale del 2008, che ha ridotto i consumi in tutti i paesi coinvolti dalla crisi, con conseguente accumulo di prodotti invenduti, e il fatto che i consumi interni faticino a decollare, ha fatto sì che il governo abbia finalizzato parte consistente dei propri interventi proprio sullo sviluppo dei consumi interni per smarcarsi dalla dipendenza dalle esportazioni, ma ciò non ha portato i risultati sperati in quanto la principale componente di domanda interna, cioè la domanda di abitazioni, è venuta meno a causa della bolla immobiliare.

Tutto ciò accade in un momento delicatissimo per la Cina, impegnata per volontà dei vertici politici in un passaggio, ancora irrisolto, da una economia trainata dall'export ad una economia trainata dai consumi che deve fare i conti con tre problematiche contingenti: governare il passaggio dagli alti tassi di crescita del "trentennio glorioso" a tassi più contenuti, evitando un hard landing, gestire la delocalizzazione, affrontare la battaglia contro la corruzione diffusa.

Il gruppo dirigente cinese ha davanti a sé una serie di obiettivi a lungo e medio termine che comportano una serie di riforme strutturali: crescita del mercato finanziario interno e ripresa delle esportazioni, modernizzazione delle campagne, atterraggio soft alla stagione della prevalenza della popolazione inattiva, riequilibrio delle disuguaglianze interne e delle

sperequazioni sociali e territoriali. Esse implicano una ricomposizione dei vari settori dell'economia, ponendo maggior attenzione non alle industrie, che già producono in eccesso, ma ai consumi e ai servizi, in quanto la vera fonte della crescita cinese nei prossimi anni dovrà essere il consumo delle famiglie, anche se sarà un risultato difficile da raggiungere data l'elevatissima propensione delle famiglie al risparmio. Prima ancora però deve far fronte alle scadenze più vicine, impedendo che inizi una crisi economico –sociale, che rischierebbe di compromettere la presa del partito sulla società ed aprire una crisi di regime, che segnerebbe una ripresa della conflittualità sociale ed accentuerebbe le tensioni interne al partito.

Dunque occorre una prima ripresa delle esportazioni per far riprendere il mercato finanziario: occorre stimolare le esportazioni attraverso una svalutazione competitiva e contemporaneamente sfavorire le importazioni in modo da indirizzare maggiormente la domanda interna verso prodotti cinesi. Se l'officina del mondo cresce meno, la domanda globale di materie prime e di prodotti energetici cala, aggravando la crisi già in atto nei paesi emergenti, soprattutto asiatici, per i quali la Cina era diventata un importante mercato di sbocco, che saranno costretti ad importare di meno.

Se è vero che la Cina resta il massimo creditore mondiale, in possesso di grandi masse di liquidità, per cui rimane remoto il pericolo di un suo default con successivo effetto domino; se è vero che la Cina è il più grande paese manifatturiero con forti avanzi commerciali, per cui la recessione non potrebbe mai partire da lì, è anche vero che il parametro fondamentale dell'andamento dell'economia è la domanda aggregata mondiale e la Cina è uno dei due principali agenti che la determinano. Difficilmente una recessione potrà partire direttamente dalla Cina, ma potrà accadere che essa parta, indirettamente, per effetto della contrazione della domanda delle materie prime, dovuto al ristagno della produzione.

Il crollo del mercato finanziario in Cina, con effetto domino su Borse europee, Wall Street e tutti i listini del mondo, ha alimentato le preoccupazioni sull'inflazione e sul futuro dello stesso mercato finanziario e dei tassi d'interesse. Il "lunedì nero" della Borsa di Shanghai ha trascinato verso il basso gli indici borsistici e quindi tutte le principali economie asiatiche ed europee, che hanno conseguito perdite significative: sono stati miliardi i dollari bruciati sui mercati finanziari di tutto il mondo. La mossa a sorpresa da parte di Pechino di svalutare la propria moneta è servita solo ad intensificare le preoccupazioni circa la salute della seconda economia più grande del mondo e ad aumentare il panico borsistico.

L'andamento di tutti i titoli azionari ha seguito nel suo andamento il crollo del mercato finanziario cinese. Le materie prime come il petrolio e il rame sono scesi a minimi pluriennali sulla base del timore degli investitori riguardo il calo di domanda del consumatore mondiale principale di commodity, la Cina. In particolare il crollo delle quotazioni petrolifere è stato generato non tanto alla paura per la tenuta della domanda, quanto per l'eccesso dell'offerta che si è venuta a creare.

Tutti i sistemi economici più fragili, con una crescita modesta, trainata dalle esportazioni di petrolio e di altre materie prime, si sono ritrovati pesantemente colpiti dal sell-off a livello mondiale, che tiene bassi i prezzi, e rischiano di risentire più pesantemente di altri di questa crisi. Anche le valute delle economie asiatiche emergenti si sono indebolite a causa dell'avversione ad asset così rischiosi. A beneficiare del panico dilagante sui mercati finanziari sono stati solo i beni rifugio, come l'oro, ma anche l'euro.

Complici i timori di una frenata delle esportazioni europee in Asia a partire dall'autunno, anche nelle Borse del vecchio continente sono proseguite le vendite che hanno colpito indistintamente tutti i titoli e i settori, a partire da quelli più liquidi e che meglio avevano performato da inizio anno. L'area dell'euro viene colpita dal rallentamento cinese e di quello dei paesi emergenti soprattutto perché negli ultimi tempi il tasso di crescita europeo è stato spesso trainato più dalle esportazioni che dai consumi interni.

Capitolo 2. La figura del promotore finanziario e la consulenza finanziaria.

1. Il promotore finanziario.

Individui singoli, società o aziende che decidono di gestire un patrimonio per aumentarne l'ammontare si trovano inevitabilmente a confrontarsi con quella realtà, spesso caotica e irrazionale, descritta in precedenza, che caratterizza i mercati finanziari.

Il problema fondamentale, per chi vuole investire il proprio risparmio, è quello di trovare la giusta allocazione finanziaria, che deve essere decisa in base alla propria situazione patrimoniale, di reddito e di consumo. Tale operazione, però, non può essere basata solo sulle informazioni cui l'investitore privato può avere accesso, in quanto potrebbe anche non essere in grado di decifrarle correttamente.

Per questi motivi ecco che sono nati degli organismi gestiti da professionisti del settore, ai quali viene delegata la gestione del proprio risparmio e del proprio patrimonio. Esistono diverse figure preposte a questo tipo di attività, tra cui il private banker, che offre una vastissima gamma di servizi (dalla consulenza legale, fiscale, immobiliare all'art advisory) ad un tipo di clientela molto abbiente, il wealth manager, che si occupa di gestire a tutto tondo le risorse di un individuo o di gruppi di persone e il promotore finanziario, figura professionale in continua evoluzione, il cui lavoro è caratterizzato da una complessità sempre maggiore, che richiede un sapere continuamente aggiornato e tecniche di promozione e vendita in grado di rinnovarsi.

1.1 Chi è il promotore finanziario.

Il promotore finanziario è la persona fisica che opera per promuovere e vendere strumenti e servizi finanziari finalizzati alla raccolta del risparmio fuori sede, ovvero in luogo diverso dalla sede e dalle dipendenze dell'istituto d'intermediazione per cui opera: banca, Società di intermediazione mobiliare (SIM) o Società di gestione del risparmio (SGR)⁴.

⁴ SIM: Società costituite nella forma di società per azioni, che svolgono attività di intermediazione mobiliare. I risparmiatori che vogliono investire i propri capitali a titolo individuale possono ricorrere all'utilizzo di queste società. I servizi forniti dalle SIM sono: ricezione di ordini di negoziazione di strumenti finanziari; negoziazione di strumenti finanziari; collocamento di strumenti finanziari; gestione su base individuale di portafogli di investimento in strumenti finanziari; consulenza in materia di investimenti finanziari; gestione di sistemi multilaterali di negoziazione di strumenti finanziari (Auletta, 2010).

Attraverso un rapporto diretto e personalizzato con individui ed imprese del territorio, suggerisce loro soluzioni di risparmio gestito, che possono essere fondi, investimenti azionari, obbligazionari, polizze assicurative e altri servizi, in relazione alla struttura organizzativa di riferimento (istituto bancario, banca d'affari, società d'intermediazione mobiliare).

In sostanza egli si trova ad essere una sorta di intermediario tra il mercato finanziario e i prodotti finanziari in esso presenti, da una parte, e il cliente, che si rivolge al promotore finanziario per ottenere consulenza su investimenti finalizzati a un guadagno, dall'altra.

Compito del promotore finanziario è, quindi, quello di promuovere i servizi di investimento della società con la quale collabora in esclusiva, consigliando al meglio i risparmiatori nelle scelte finanziarie e fornendo la necessaria assistenza tecnico-specialistica (Balducci, 2006).

L'esercizio della professione richiede l'iscrizione all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari tenuto a partire dall'1 Gennaio 2009 dall'Organismo per la tutela dell'Albo dei promotori finanziari (APF), costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati (ABI, Anasf, ASSORETI).

E' opportuno sottolineare, come si vedrà in seguito, che l'iscrizione all'Albo richiede il possesso di requisiti di onorabilità e professionalità e il superamento di una prova valutativa.

SGR: "Denominazione che assumono le società per azioni che, debitamente autorizzate, esercitino il servizio di gestione collettiva del risparmio, ossia il servizio che si realizza attraverso: la promozione, istituzione, organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; la gestione del patrimonio di organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr: fondi comuni di investimento e Sicav) di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente a oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili.

Le SGR possono inoltre: a) prestare il servizio di gestione di portafogli ossia gestire, su base discrezionale e individualizzata, portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti; b) istituire e gestire fondi pensione; c) prestare l'attività di custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi, limitatamente alle quote di Oicr di propria istituzione; d) prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti; e) commercializzare quote o azioni di Oicr di propria istituzione o di terzi. La disciplina delle SGR varia a seconda delle attività esercitate e, con riferimento ai fondi gestiti, a seconda che il fondo gestito sia aperto o chiuso e della natura dei beni di fondo ovvero dall'oggetto degli investimenti".

1.2 Normativa.

La professione di promotore finanziario è regolamentata da una serie di normative nazionali e comunitarie, che sono state modificate e precisate nel corso degli anni.

La figura del promotore finanziario è stata introdotta nell'ordinamento giuridico italiano dalla legge n.1 del 2 gennaio 1991 il cui Articolo 5 denominato "Promotori di servizi finanziari" enuncia:

"1. Nell'offerta dei propri servizi effettuata in luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie e comunque nell'esercizio dell'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lettera f), le società di intermediazione mobiliare devono avvalersi esclusivamente dell'opera di promotori di servizi finanziari iscritti all'albo di cui al comma 5 del presente articolo. [...] 3. E' promotore di servizi finanziari chi, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l'attività di cui al comma 1. [...] L'attività di promotore di servizi finanziari può essere svolta esclusivamente per conto e nell'interesse di una sola società di intermediazione mobiliare. E' inibita ogni forma di attività di consulenza porta a porta. [...] 5. E' istituito presso la Consob l'albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari."

Il sistema comunitario europeo ha, a sua volta, disciplinato il settore finanziario tramite tre direttive (89/646/CEE; 93/22/CEE; 93/6/CEE), che sono confluite in Italia nel "decreto Eurosim" (Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415) in cui la denominazione di "promotori di servizi finanziari" viene modificata definitivamente in "promotori finanziari", anche se non cambia la definizione del ruolo.

Attualmente la normativa del settore finanziario è disciplinata dal "Testo unico della Finanza" (D.L. 24 Febbraio 1998 n. 58, aggiornato con le modifiche apportate dalla Legge n. 161 del 30 Ottobre 2014).

In esso la professione di promotore finanziario è stabilita dall'Articolo 31, secondo il quale "è promotore finanziario la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. L'attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto".

Il promotore finanziario, dunque, è l'unico operatore dell'industria del risparmio abilitato alla promozione e al collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento in luogo diverso dalla sede e dalle dipendenze del soggetto abilitato per cui opera (SIM, SGR, banche). La

norma richiama espressamente la qualità di “agente collegato “del promotore finanziario, come definita dall’articolo 23, comma 1, della Direttiva MiFID.”

La descrizione della professione resta invariata, ma è stata introdotta una modifica rispetto alla Legge 2 Gennaio 1991 n. 1, in relazione all’Albo dei promotori finanziari. Difatti questi non è più tenuto dalla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), ma da un Organismo istituito ad hoc e composto dalle associazioni che tutelano l’attività dei promotori finanziari.

Il comma 4 del D. L. 24 Febbraio 1998 n. 58 proclama:

“4. E’ istituito l’albo unico dei promotori finanziari, articolato in sezioni territoriali. Alla tenuta dell’albo provvede un organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati. L’organismo ha personalità giuridica ed è ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa e statutaria, nel rispetto del principio di articolazione territoriale delle proprie strutture e attività. [...] L’organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con regolamento della Consob, e sotto la vigilanza della medesima.”

Solo i promotori finanziari in possesso dei requisiti di onorabilità prescritti dal D.M. 472/1998 e dei requisiti di professionalità verificati dall’APF “sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengono conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative”, possono esercitare professionalmente l’attività previa iscrizione all’Albo unico nazionale gestito dall’ APF. Il promotore finanziario è tenuto altresì al rispetto dei principi contenuti nel Testo Unico della Finanza (D. L.24 febbraio 1998, n. 58) e specificati dalle prescrizioni regolamentari della Consob (Regolamento Intermediari Consob n.16190 del 29 ottobre 2007).

Il regolamento della Consob concernente l’Albo e l’attività dei promotori finanziari è un regolamento corposo, formato da 22 articoli, raggruppati in cinque capi, riguardanti, rispettivamente, le disposizioni preliminari, le commissioni regionali, la disciplina dell’Albo, lo svolgimento dell’attività, le disposizioni transitorie e finali.

Dall’ articolo 2, sulle definizioni, fra l’altro si rileva che l’espressione:

- “promotore” designa il promotore di servizi finanziari iscritto all’albo;
- “praticante” designa il praticante promotore finanziario;

- “intermediari autorizzati” designa le società di intermediazione mobiliare autorizzate dalla Consob, ai sensi dell’art.3, comma 2, della legge, le aziende e gli istituti di credito autorizzati dalla Banca d’Italia ai sensi dell’art 16, comma 1 della legge, nonché gli agenti di cambio, di cui all’art.19, comma, della legge.

Dall’art.31 del Testo unico della intermediazione finanziaria emerge che i promotori finanziari svolgono la loro attività in qualità di dipendenti, agenti; mandatari, la scelta di uno dei tre regimi spetta al promotore finanziario ed all’intermediario finanziario che si avvale della sua opera.

I tre regimi previsti così delineano la figura del promotore finanziario:

- dipendente = “Col contratto di agenzia una parte assume stabilmente l’incarico di promuovere, per conto dell’altra, verso retribuzione, la conclusione di contratti in una zona determinata”;
- agente = “Col contratto di agenzia una parte assume stabilmente l’incarico di promuovere, per conto dell’altra, verso retribuzione, la conclusione di contratti in una zona determinata”;
- mandatario = “Il mandato è il contratto col quale una parte si obbliga a compiere uno o più atti giuridici per conto dell’altra”.

Nella grande maggioranza i promotori finanziari si inquadrano fra gli agenti di commercio, figura di intermediario che appare più consona al ruolo assegnato dalle disposizioni legislative e regolamentari.

Poiché si è visto come l’attività di promotore finanziario sia svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto, questo intermediario assume il carattere del monomandatario, il che accade di frequente nel contratto di agenzia.

Si può asserire che esiste un’esclusiva, nel senso che il promotore finanziario non può occuparsi, nello stesso tempo, degli interessi di altro intermediario finanziario; non esistono gli estremi, però, per affermare che l’esclusiva è reciproca, dato che nell’art.31 del Testo unico dell’intermediazione finanziaria non è precisato che il promotore finanziario è impegnato ad operare in una zona determinata e che per quella zona l’intermediario finanziario, cioè il preponente, non può avvalersi di altro promotore finanziario.

La scelta dell'istituto dell'agenzia, per la regolamentazione pratica del rapporto tra promotore finanziario ed intermediario, fa sì che risultino applicabili le disposizioni del codice civile riguardanti il contratto di agenzia.

E' opportuno richiamare qui alcune di queste disposizioni relative al corretto svolgimento del rapporto:

- Art.1746 –Nell'esecuzione dell'incarico l'agente deve tutelare gli interessi del preponente e agire con lealtà e buona fede. In particolare deve adempiere l'incarico affidatogli in conformità delle istruzioni ricevute e fornire al preponente le informazioni riguardanti le condizioni del mercato nella zona assegnatagli, e ogni altra informazione utile per valutare la convenienza dei singoli affari;
- Art. 1747 –L'agente che non è in grado di eseguire l'incarico affidatogli deve dare immediato avviso al preponente. In mancanza è obbligato al risarcimento del danno;
- Art.1748 –Il preponente, nei confronti con l'agente, deve agire con lealtà e buona fede. Egli deve mettere a disposizione dell'agente la documentazione necessaria relativa ai beni o servizi trattati e fornire all'agente le informazioni necessarie all'esecuzione del contratto.

Sotto il profilo remunerativo, ma anche fiscale e previdenziale, il promotore finanziario si avvicina molto alla figura dell'agente di commercio. In sostanza procura affari per conto del mandante, sotto forma di contratti stipulati dai clienti, che il promotore finanziario sviluppa negli anni della sua attività. Poiché questi contratti generano fatturato per il mandante, al promotore finanziario ne spetta una percentuale, che viene stabilita nel contratto di agenzia stipulato tra il promotore finanziario e il mandante. Tale percentuale varia normalmente in modo proporzionale sia alle dimensioni del portafoglio, sia del fatturato annuo generato.

Sotto l'aspetto fiscale il promotore finanziario è considerato un lavoratore con Partita Iva, ossia con un reddito derivante da lavoro autonomo, su cui paga le tasse e i contributi obbligatori.

Una particolare attenzione merita l'organismo che si occupa della tutela dei promotori finanziari: Anasf, Associazione Nazionale Promotori Finanziari, fondata nel 1977 con l'obiettivo di ottenere il riconoscimento della professione. Nel 1988 essa istituisce l'Albo privato di autodisciplina dei promotori finanziari, dando l'impulso per l'istituzione dell'Albo unico

nazionale degli stessi. Un'altra tappa fondamentale dell'associazione è l'emanazione del Codice deontologico di autodisciplina dei promotori finanziari (Appendice 1) nel 1999, con l'adesione al Fecif, la Federazione europea che rappresenta consulenti e intermediari finanziari. Tre anni dopo, Anasf fonda EFPA Italia, la filiale italiana del progetto europeo per il riconoscimento unitario del financial advisor e financial planner. Nel 2005 viene realizzata la Carta dei Diritti dei Risparmiatori (Appendice 2) e nel 2007 entra a far parte dell'APF, l'Organismo di tenuta dell'Albo dei promotori finanziari. Anasf mostra il suo impegno anche in iniziative volte a educare le persone all'attività finanziaria, in particolare nel 2009 lancia Economic@mente, un progetto di educazione finanziaria per le scuole superiori e nel 2011 aderisce al progetto Finanza Sostenibile che promuove la cultura della responsabilità sociale nella pratica degli investimenti finanziari in Italia.

Per quanto riguarda i promotori finanziari, Anasf svolge il compito di rappresentare gli interessi della categoria presso Governo, Parlamento e Istituzioni e dialoga con la Consob su tutti gli aspetti di regolamentazione della loro attività. Inoltre organizza periodicamente dei corsi di formazione e aggiornamento per i promotori finanziari che appartengono all'associazione. In particolare si può rilevare (Figura 2.1.) come, dal 1977, anno di fondazione, all'aggiornamento del 2011, i promotori finanziari associati siano passati da un numero di 100 ad oltre 12000. Inoltre osservando la distribuzione dei promotori finanziari in attività sul territorio italiano (Figura 2.2.), si nota che gli iscritti ad Anasf sono circa il 36%.

Dunque gli obiettivi di Anasf possono essere così riassunti:

- tutelare gli interessi morali e professionali dei promotori finanziari, valorizzando l'immagine della categoria nei confronti dei risparmiatori, degli intermediari, delle istituzioni e dell'opinione pubblica in generale, anche mediante l'assunzione di iniziative giudiziarie a tutela della categoria;
- tutelare gli interessi economici dei promotori finanziari; individuare, definire, sviluppare e monitorare istituti contrattuali "fondamentali" per la categoria; promuovere e stipulare accordi e contratti collettivi; favorire la conclusione di contratti aziendali;
- promuovere forme di previdenza e tutela a favore dei propri Associati e della categoria che rappresenta, anche mediante accordi con altri attori del mercato finanziario e con le istituzioni;

- prestare agli iscritti consulenza in materia legale/contrattuale, fiscale e previdenziale concernente la loro attività professionale;
- contribuire alla formazione ed all'aggiornamento professionale degli iscritti; promuovere e sostenere Corsi e indirizzi di laurea, nonché Master o altre attività formative post laurea o comunque di alta qualificazione, specifici per la professione; favorire inoltre la preparazione degli aspiranti promotori finanziari alla prova valutativa per l'iscrizione all'Albo;
- promuovere forme di coordinamento e collaborazione con le organizzazioni rappresentative degli altri operatori del mercato finanziario a livello nazionale, europeo ed internazionale;
- promuovere un registro unico europeo degli operatori del settore con un comune codice deontologico, comuni verifiche di professionalità, comuni garanzie per i risparmiatori, che consenta di operare in base al principio della reciprocità.

1.3 Storia.

La nascita della figura del promotore finanziario in Italia può essere fatta risalire alla fine degli anni '50, quando anche da noi viene introdotto un fenomeno presente già da tempo negli Stati Uniti, quello del collocamento di prodotti finanziari d'investimento al di fuori dei tradizionali canali bancari.

Il fenomeno era peraltro di limitate dimensioni, perché il collocamento di prodotti finanziari inizialmente avveniva solo nell'ambito di ambienti ristretti, quali comunità diplomatiche e consolati presenti in Italia.

La prima società che forma in Italia una vera e propria rete di distribuzione finanziaria è l'Ios (Investors overseas services), fondata da Bernard Confeld, singolare imprenditore americano che in quindici anni, tra il 1955 e il 1970 sviluppò una rete di vendite presente in 126 paesi e forte di 20000 agenti.

Essa era rappresentata in Italia da Fideuram, che dal 1968 collocava Fonditalia, un fondo lussemburghese costituito l'11 agosto del 1967 e ancora attivo. Nell'ottobre del 1970, quando l'impero di Bernard Confeld cominciò a sgretolarsi, l'Imi acquistò per 10 milioni di dollari il 51% di Fonditalia e di Fideuram, avviando l'esperienza italiana delle reti di vendita finanziaria.

In quegli anni altri protagonisti entrarono nel mercato finanziario, anche se tra le società nate allora poche sono sopravvissute fino a superare i vent'anni di concreta attività. Tra le prime

società ad occuparsi di vendite finanziarie si impose la Ras, che fondò nel 1970 Dival, rete che è ancora, con Fideuram, tra le reti leader del mercato finanziario.

Il riconoscimento della categoria del promotore finanziario ha conosciuto un percorso non sempre facile e disseminato di ostacoli, fino a che il forte senso di appartenenza sviluppatosi in quegli anni ha portato nel 1977 i promotori finanziari a creare una propria associazione, Anasf. Negli anni 80, oltre alle competenze, risulta notevolmente incrementato anche il numero e il patrimonio gestito dai promotori finanziari, il che ha portato finalmente al riconoscimento giuridico dell'Albo e ad una regolamentazione della materia. La figura del promotore finanziario viene riconosciuta formalmente solo il 2 gennaio 1991.

I promotori finanziari attualmente contano circa quattro milioni di clienti, ponendosi come canale distributivo in linea con il resto dell'Europa, la rete dei promotori finanziari risulta uniformata a livello europeo anche nella diversificazione di patrimonio investito in OICR (organismi di investimento collettivo di risparmio), azioni e obbligazioni.

Nel 2012 i promotori finanziari, che rappresentano il 7% degli asset finanziari complessivi dei risparmiatori italiani, hanno collocato oltre il 33% del risparmio dedicato a fondi comuni e hanno fatto registrare una raccolta positiva di 12 miliardi di euro di cui oltre 5 miliardi in prodotti assicurativi e previdenziali (fonte Assoreti⁵).

Nel 2014 hanno aderito all'Albo oltre 5000 nuovi promotori finanziari e sono oltre 3000 i nuovi mandati dei promotori finanziari conferiti dagli intermediari che hanno totalizzato quasi 24 miliardi di euro di raccolta netta su un patrimonio complessivo, rappresentativo dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento distribuiti dalle reti di promotori finanziari, che ha raggiunto l'ammontare record di 315,5 miliardi di euro (fonte Assoreti).

Particolare interesse merita il discorso sulla presenza delle donne nella finanza.

La professione del promotore finanziario risulta essere particolarmente indicata per le donne, soprattutto in questi tempi, in cui esse generano molto più reddito rispetto al passato e da loro dipende circa il 50% delle scelte relative agli investimenti economici delle famiglie. Le donne possiedono, infatti, qualità che le rendono particolarmente adatte a questa professione: sono abituate a gestire i budget familiari, prendono maggiormente l'iniziativa, hanno uno spiccato

⁵ Assoreti è l'Associazione delle banche e delle imprese di investimento, che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti, come definito dall'art.1, comma 5, lett. f) del D.L. 24 febbraio 1998, n.58, avvalendosi di propri promotori finanziari.

senso di responsabilità, sono concrete, sono attente alla qualità delle relazioni umane e posseggono una forte capacità analitica. Queste caratteristiche si sposano bene con l'attuale tendenza della figura professionale del promotore finanziario, che si sta concentrando sempre più sulla consulenza alle famiglie. Inoltre questa professione può risultare particolarmente attrattiva per le donne perché consente loro di trovare un giusto equilibrio fra la piena realizzazione nella carriera professionale e imprenditoriale e la sfera privata e familiare, poiché lascia la possibilità di gestire in modo flessibile i propri impegni.

1.4 Formazione di un promotore finanziario.

La legge non stabilisce un titolo di studio specifico per essere abilitati all'esercizio della professione di promotore finanziario, è previsto però un livello minimo di scolarità, ossia un diploma di scuola secondaria di secondo grado, che consenta l'accesso all'università. In questo campo lavorativo è comunque necessario avere una buona conoscenza di base di argomenti riguardanti il diritto, l'economia, la finanza.

La formazione scolastica specifica può partire anche dalla scuola secondaria di secondo grado: infatti esiste un indirizzo esclusivo, Istituto Tecnico - Settore economico - indirizzo amministrazione, finanza e marketing, in cui il percorso scolastico si articola in due bienni e un quinto anno finale, che termina direttamente con l'esame di Stato. Ovviamente, dopo aver conseguito il diploma, il percorso formativo può proseguire con gli studi in ambito universitario. Le classi di laurea di primo livello più adatte per lo svolgimento della professione sono: Scienze dei servizi giuridici, Scienze dell'economia e della gestione aziendale, Scienze economiche, Scienze politiche e delle relazioni internazionali.

Come già accennato, per poter esercitare la professione di promotore finanziario occorre essere iscritti all'Albo Nazionale dei Promotori Finanziari. Alla tenuta dell'Albo provvede l'APF (Organismo per la tenuta dell'Albo Promotori Finanziari) i cui uffici operativi hanno sede a Milano e a Roma. Per accedere all'Albo è necessario superare un esame di Stato, che richiede come requisito indispensabile per l'ammissione, appunto, il possesso di un diploma di scuola secondaria di secondo grado.

L'esame di stato prevede un'unica prova scritta, completamente informatizzata, che coloro che hanno maturato una precedente esperienza lavorativa di almeno tre anni nel settore o in campi affini non devono sostenere. Gli argomenti della prova d'esame, costituita da una prova valutativa teorico-pratica formata da 60 quesiti a scelta multipla sono: diritto del mercato finanziario, degli intermediari e disciplina dell'attività di promotore finanziario; nozioni di

matematica finanziaria e di economia del mercato finanziario, pianificazione finanziaria e Finanza Comportamentale; nozioni di diritto privato e di diritto commerciale; nozioni di diritto tributario riguardanti il mercato finanziario; nozioni di diritto previdenziale e assicurativo; la disciplina legislativa, i regolamenti e i codici deontologici di autodisciplina dell'attività di promotore finanziario, emessi dalle associazioni di settore e dalla Consob; elementi di customer care.

Ai fini dell'iscrizione all'Albo, l'Organismo per la tutela dell'Albo dei promotori finanziari (APF) stabilisce che i promotori finanziari devono possedere specifici requisiti.

Il comma 5 dell'Articolo 31 del Testo Unico della Finanza asserisce: "Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentita la Consob, determina i requisiti di onorabilità e di professionalità per l'iscrizione all'albo previsto dal comma 4. I requisiti di professionalità per l'iscrizione all'albo sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative."

Pertanto l'accesso all'Albo dei promotori finanziari è consentito previa aderenza a specifici requisiti, definiti "Requisiti di onorabilità" e "Requisiti di professionalità".

Il Decreto Ministeriale n. 472 dell'11 Novembre 1998 definisce il "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità e di professionalità per l'iscrizione all'Albo unico dei promotori finanziari".

I "Requisiti di onorabilità" possono essere sintetizzati come segue:

- non essere inabilitato, interdetto, fallito e neanche condannato ad una pena che comporta l'interdizione, anche nel caso in cui sia solo temporanea, dai pubblici uffici o la non capacità ad esercitare uffici direttivi (Codice Civile articolo 2382);
- non essere stato sottoposto a misure preventive come previsto dalla normativa antimafia, fatta eccezione nel caso in cui si ha la riabilitazione;
- non essere stato in passato condannato con una sentenza irrevocabile, e anche in questo caso fatta eccezione nei casi di riabilitazione.

I "Requisiti di professionalità" stabiliscono che coloro che intendono iscriversi all'Albo devono possedere un titolo di studio non inferiore al diploma di istruzione secondaria superiore o un titolo di studio estero equivalente.

Una volta terminato il percorso di formazione un promotore finanziario può inserirsi nell'ambito lavorativo, operando in istituti di credito come banche ordinarie, banche d'affari, Società di Intermediazione Mobiliare (SIM):

- le banche ordinarie sono istituti di credito dotati di sportelli che offrono principalmente servizi bancari (conti correnti, fidi, mutui, servizi di cassa, ecc) e prodotti finanziari propri e del mercato finanziario;
- le banche d'affari sono istituti creditizi che, a differenza delle banche ordinarie, non permettono forme di deposito ma, offrono diversi strumenti finanziari di investimento (per circa il 90% di aziende terze), secondo il profilo di rischio del cliente;
- le società di intermediazione mobiliare (SIM) offrono i loro servizi d'investimento a clienti privati e istituzionali, quali banche, private banker, gestori multimanager, broker e reti di promotori finanziari.

Il promotore finanziario gestisce il suo lavoro in modo autonomo e indipendente, qualunque sia la sua collocazione organizzativa ma, nonostante ciò, risulta comunque soggetto al coordinamento tecnico di un responsabile d'area o di gruppo. Il suo è un contratto di tipo professionale, definito secondo modalità che variano da istituto a istituto, ma per il quale è necessaria la partita IVA; la retribuzione è commisurata al volume di affari conclusi e secondo gli accordi stipulati.

È soggetto inoltre alla normativa che regola le attività d'intermediazione finanziaria:

- nei confronti dell'istituto di credito o SIM per cui opera, la sua responsabilità risiede essenzialmente nel raggiungere i risultati commerciali stabiliti dalla direzione di anno in anno;
- nei confronti del cliente le sue responsabilità risiedono nell'analizzare accuratamente la sua situazione economico finanziaria, informarlo circa le caratteristiche dei prodotti, consigliarlo adeguatamente, assisterlo anche dopo la stipulazione del contratto.

L'attività svolta dai promotori finanziari è presieduta da puntuali regole di comportamento che si traducono in obblighi per gli stessi e in garanzia per i risparmiatori, che con loro entrano in contatto. Ne risulta un quadro di regole precettive finalizzate a tutelare il risparmio, posto sotto l'egida normativa di rango costituzionale dell'art.47 della Costituzione. Alle regole di salvaguardia occorre guardare in relazione soprattutto ai principi fondamentali della

trasparenza, diligenza e correttezza comportamentali, che si traducono nella riservatezza dei dati acquisiti dai clienti, nell'impiego delle proprie strutture organizzative e professionali e del proprio set di informazioni, per poter rispondere ad ogni esigenza informativa dell'investitore. Le disposizioni legislative e regolamentari che disciplinano l'attività dei promotori finanziari e degli intermediari per conto dei quali essi operano, impongono sia divieti, sia obblighi positivi di condotta, la cui violazione implica l'infrazione di sanzioni pecuniarie e disciplinari previste dall'art. 196 del Testo Unico della Finanza, che vanno dal richiamo scritto fino alla radiazione.

I promotori finanziari, che nello svolgimento delle loro attività violano le norme disciplinanti la professione, sono puniti, in base alla gravità della violazione e tenuto conto della eventuale recidiva, con una delle seguenti sanzioni: richiamo scritto, sanzione amministrativa pecuniaria, sospensione da uno a quattro mesi dall'albo e, infine radiazione dall'albo.

I termini generali per la Cancellazione dall'Albo vengono riportati dal regolamento del D.L. 58/1998 n.58 adottato dalla Consob nella delibera n. 11522 del 1 luglio 1998, all'art. n. 98. I promotori finanziari possono essere reintegrati nell'Albo esclusivamente riacquisendo i requisiti di onorabilità richiesti.

Le sanzioni sono applicate dalla Consob, in quanto autorità preposta a vigilare sull'attività dei promotori finanziari. A tal fine la Consob può chiedere ai promotori finanziari, o ai soggetti che si avvalgono di promotori finanziari, la comunicazione di dati e notizie riservate e la trasmissione di atti e documenti, fissando i relativi termini, la Consob può inoltre effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento di atti ritenuti necessari.

I provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati nel 2012, in tutto 85, hanno riguardato un numero esiguo di promotori finanziari, pari allo 0,25% del numero totale (33032) dei promotori finanziari attivi iscritti all'Albo al 31 dicembre 2012. Il dettaglio delle sanzioni inflitte distingue 14 sospensioni sanzionatorie e 71 radiazioni dall'Albo (fonte Newsletter Consob). Il numero dei provvedimenti è risultato in calo rispetto al 2011.

Il legislatore ha infine stabilito che lo svolgimento di alcune attività è incompatibile con la professione di promotore finanziario. Il primo caso di incompatibilità è costituito dall'esercizio dell'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, salvo il caso che l'attività sia svolta per conto del soggetto abilitato per il quale opera o di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo. Inoltre è incompatibile con la carica di promotore finanziario la qualità di sindaco o suo collaboratore, responsabile o addetto al controllo

interno, di soggetti abilitati, così come quella di amministratore, dipendente o collaboratore di un soggetto abilitato non appartenente al gruppo al quale appartiene quello per conto del quale opera il promotore finanziario e quella di socio, amministratore, sindaco o dipendente della società di revisione incaricata della certificazione del bilancio del soggetto abilitato per conto del quale opera il promotore finanziario.

1.5 Tratti di personalità di un promotore finanziario.

Secondo il promotore finanziario Paolo Buro, il solo possesso di requisiti di onorabilità e di requisiti di professionalità non è sufficiente per svolgere questa professione con successo. Nel suo lavoro “Intelligenza Relazionale” (2011), nato da un’elaborazione di interviste a promotori finanziari condotte dal 2010 al 2011, Buro delinea i principali tratti di personalità che devono caratterizzare un promotore finanziario di successo.

Orientamento al ruolo.

Il promotore finanziario deve riconoscere il ruolo che ricopre nel contesto in cui lavora: questo ruolo ha un valore sociale ed economico tale, per cui la sua attività e lui stesso devono risultare allo stesso tempo fonte di sicurezza, benessere e prestigio nell’ambiente; inoltre, se una persona è pienamente cosciente del ruolo che ricopre, eserciterà la sua professione coerentemente e in equilibrio con l’immagine che ha di sé. Questo condiziona non soltanto il suo rendimento professionale, ma soprattutto la sua stabilità lavorativa e il suo riuscire a integrarsi pienamente all’interno del contesto in cui opera.

Estroversione.

Con questo tratto di personalità si intendono le capacità del promotore finanziario di sapersi “vendere” bene, di saper stare insieme agli altri ed entrare in relazione con loro, di sapersi inserire facilmente e brillantemente nei vari contesti sociali. In particolare si ritiene che le persone estroverse siano portate a privilegiare il rapporto con il mondo esterno e si contraddistinguono proprio per la loro facilità nel relazionarsi a ciò che li circonda e per la visione entusiastica nei confronti della vita. Inoltre questi si adattano facilmente ai cambiamenti presentando un comportamento abbastanza flessibile e i loro pensieri e giudizi risultano in continua evoluzione: il tutto grazie al possesso di spirito pratico e intraprendenza.

Il senso di autoefficacia.

Il concetto di autoefficacia si riferisce alla convinzione che una persona possiede circa le proprie capacità di organizzare e realizzare le azioni necessarie per gestire al meglio qualsiasi situazione, in modo da raggiungere gli obiettivi prefissati. Nell'ambito della promozione finanziaria quindi, l'autoefficacia è definita come la fiducia che un promotore finanziario ripone nelle proprie capacità di affrontare un determinato obiettivo, ossia la convinzione di essere all'altezza di quell'attività e di essere in grado di cimentarsi in qualsiasi circostanza: da questo scaturisce una maggiore sicurezza di sé e la costruzione di una buona autostima. Un buon senso di autoefficacia fa sì che il promotore finanziario abbia la capacità di adattarsi rapidamente alla variabilità delle situazioni, come l'evoluzione repentina dei mercati finanziari, il cambio dell'intermediario oppure l'introduzione di un nuovo capo, poiché possiede la certezza di poter contare sempre sulle proprie abilità. Le convinzioni circa la propria efficacia influenzano il livello di motivazione, il quale si riflette a sua volta sulla quantità e sulla durata dell'impegno profuso: più forte è la fiducia, più intensi e più perseveranti sono gli sforzi. Quindi un promotore finanziario che possiede alti livelli di autoefficacia: persevera nei tentativi di raggiungere un obiettivo, attribuisce l'insuccesso a scarso impegno o a condizioni avverse, è capace di affrontare gli stressor ambientali, ha obiettivi ambiziosi, raggiunge successi personali, ha bassi livelli di stress, è poco vulnerabile alla depressione.

Mentalità orientata ai risultati e alla competizione.

Esistono diversi tipi di competizione: con se stessi, nel superare i propri limiti, con gli altri, nel superare i loro risultati, che si tratti di colleghi o di concorrenti.

Buro (2011), nel corso delle sue interviste ai promotori finanziari, ha raccolto diverse testimonianze: alcune indicavano la competizione verso i colleghi come fonte di stimolo e di incentivo a cercare di fare meglio di loro, altre sostenevano che la vera competizione fosse quella interna, con sé stessi, attraverso la quale si affrontano i propri limiti e si cerca di superarli.

La mentalità orientata ai risultati è intesa come la capacità di perseguire efficacemente la realizzazione dei propri obiettivi. Il promotore finanziario orientato ai risultati mostra di saper realizzare l'impiego ottimale delle risorse a disposizione e di giungere agli obiettivi in accordo con le decisioni prese anche attraverso una buona dose di spirito competitivo.

Empatia.

L'empatia è quell'abilità che consente alle persone di entrare in sintonia con gli stati d'animo degli altri. Il professionista deve riuscire a stabilire un rapporto armonico con il potenziale o effettivo cliente, in modo che questi possa sentire che l'altro comprende i suoi bisogni e i suoi desideri profondi. Provare empatia significa ascoltare attentamente, fare domande, mettere da parte i giudizi e utilizzare l'immaginazione per comprendere i punti di vista, le motivazioni e i sentimenti dell'altro, insomma identificarsi, mettersi nei panni dell'altro, nel suo ruolo, e condividere emotivamente le sue esperienze. Per un promotore finanziario è particolarmente utile entrare in empatia con il proprio cliente, perché questo gli permette di interpretare meglio il suo stato d'animo e le sue necessità più profonde. Il promotore finanziario deve immedesimarsi nell'altro e, una volta comprese le ragioni del cliente, deve essere capace di trasmettergli le giuste informazioni a supporto delle esigenze da lui espresse.

Capacità di apprendimento.

Uno degli elementi più importanti è la capacità costante di apprendimento. I professionisti devono essere costantemente aggiornati sui mercati finanziari, sui prodotti, sulla concorrenza. Inoltre per perfezionare le loro capacità commerciali devono seguire corsi e seminari sulla vendita e sulla psicologia dei clienti. Questi promotori finanziari avvertono un desiderio di miglioramento costante e proprio per questo vogliono incrementare le proprie competenze sia tecniche sia commerciali.

Questi tratti di personalità non sono sempre sufficienti a garantire il successo, infatti, per avere un quadro completo della personalità di un professionista vincente è necessario prendere in considerazione anche caratteristiche come il possesso di buone capacità cognitive, sia intellettive che linguistiche, e di un'emotività equilibrata.

Dopo aver tracciato un quadro abbastanza esaustivo della figura del promotore finanziario, si può ora compiere un'analisi più approfondita della consulenza finanziaria.

2. La consulenza finanziaria.

Fino alla metà degli anni Novanta, secondo la Consob, la consulenza finanziaria consisteva semplicemente nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento: in sostanza era concepita come una “fornitura” di informazioni a cui il cliente da solo non poteva arrivare, finalizzata a un’attività di vendita dei prodotti finanziari. Alla fine degli anni Novanta, la consulenza in campo finanziario cessa di essere un servizio accessorio ed acquisisce carattere autonomo (Di Mascio, 2011): diventa un servizio di investimento, che deve essere prestato nell’esclusivo interesse del cliente. Si passa così da una logica incentrata sullo specifico prodotto commercializzato ad una logica fondata sulla consulenza resa al cliente.

L’art. 1, comma 5-septies, del TUF definisce la consulenza finanziaria come “la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore di servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario”. In particolare la raccomandazione è personalizzata quando “è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”.

2.1 Fasi di costituzione del percorso di consulenza.

Dunque, nel panorama attuale, il consulente non deve limitarsi a riportare informazioni su fatti, eventi o strumenti finanziari, ma è necessario che fornisca una raccomandazione, un giudizio sulla rilevanza dei fatti ai fini delle scelte di investimento del cliente. A tal scopo egli deve costruirsi un’ampia conoscenza riguardante i molteplici aspetti della vita dei suoi clienti: situazione finanziaria, situazione familiare, tratti di personalità; inoltre deve saper riconoscere, quando si presentano, i diversi bias di cui si è parlato in precedenza, al fine di evitarli; infine, altro elemento fondamentale, che rende la consulenza totalmente personalizzata, deve riuscire a costruire un rapporto personale e di fiducia con il proprio cliente.

Il consulente quindi, nonostante possa gestire la sua attività in modo indipendente, risulta soggetto a due aree di influenza: da un lato deve rendere conto del suo operato alla società per cui lavora, contribuendo a raggiungere obiettivi e operando strategie di marketing per i suoi prodotti; dall’altro lato ha a che fare quotidianamente con i propri clienti, i quali si rivolgono a lui con determinate aspettative e obiettivi e ai quali deve rendere un servizio soddisfacente.

Nel rapporto che instaura con entrambi i soggetti il promotore finanziario ha determinati obblighi e deve rispettare regole di condotta ben definite.

Fermo restando il rapporto contrattuale con l'intermediario per il quale opera, che comporta l'obbligo di operare in conformità con le istruzioni ricevute e nel rispetto delle direttive impartite dallo stesso, nel rapporto con il cliente del quale persegue gli obiettivi, innanzitutto il promotore finanziario deve instaurare un rapporto fiduciario, dotandosi di un patrimonio informativo riguardante le sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti, la sua situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento.

Successivamente, nel rispetto delle procedure previste dalla normativa contrattuale e richieste dall'intermediario preponente, il promotore finanziario deve illustrare al cliente le caratteristiche dei servizi di investimento offerti dall'intermediario stesso.

In tale contesto il suo compito specifico è quello di far comprendere all'investitore il diverso livello di protezione che l'ordinamento associa a ciascuno di essi, aiutandolo così ad individuare i servizi più consoni ai suoi bisogni. Nello specifico il promotore finanziario deve valutare l'adeguatezza del servizio o del prodotto raccomandato rispetto al profilo finanziario del cliente, astenendosi dal fornire i menzionati servizi qualora non consegua le informazioni necessarie per procedere al test di adeguatezza.

Un prodotto finanziario può essere ritenuto adeguato se risultano essere soddisfatti i seguenti criteri "minimi":

- conformità agli obiettivi del cliente;
- capacità finanziaria dell'investitore di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con gli obiettivi che lo caratterizzano;
- esperienza-conoscenza da parte dell'investitore per comprendere la natura e i rischi dell'investimento.

Di fatto il consulente finanziario si trova da un lato ad identificarsi con la società per cui lavora con i suoi obiettivi, dall'altro a identificarsi con il cliente per cui lavora con i suoi bisogni: egli ricopre un ruolo di intermediario, come vedremo meglio in seguito.

A livello pratico, la consulenza finanziaria in sé è definita dunque da un insieme di molteplici attività, che possono essere riunite in quattro fasi (Izzo, 2011).

1. Fase preliminare: in primo luogo il consulente raccoglie e analizza le informazioni concernenti i suoi clienti. Egli conduce una sorta di processo di categorizzazione del cliente, attraverso una serie di elementi, quali propensione al rischio, situazione finanziaria, obiettivi del cliente. Questa fase è necessaria per permettere al consulente

di identificare con più facilità le caratteristiche del suo cliente e per stimare nei suoi confronti la corretta adeguatezza degli eventuali prodotti finanziari;

2. Fase conoscitiva: come già accennato la consulenza finanziaria non è più una mera indicazione di informazioni ma si basa su un rapporto di reciproca fiducia e conoscenza condivisa tra il consulente e il cliente. Inoltre, al di là della ricerca di una conoscenza approfondita tra i due soggetti, che si protrarrà per tutta l'attività di consulenza, in questa fase avviene anche la fornitura di informazioni riguardanti gli strumenti finanziari e la formalizzazione del rapporto;
3. Fase operativa: il consulente ora può iniziare a costruire e incrementare il portafoglio del suo cliente, apportando al suo interno gli strumenti finanziari che risultano adeguati agli obiettivi e alle caratteristiche del cliente e coerenti con il portafoglio stesso;
4. Fase di monitoraggio (Di Mascio, 2011): il consulente deve costantemente tenere sotto osservazione il portafoglio del cliente nel tempo, ossia monitorare tutti i prodotti finanziari presenti in esso, tenendo conto delle modificazioni a cui questi sono soggetti. Inoltre deve essere sempre al corrente del grado di soddisfazione del suo cliente.

Poiché come già detto il promotore finanziario è colui che per definizione esercita l'offerta fuori sede di strumenti e servizi di investimento per conto di una società di intermediazione autorizzata, ecco qui di seguito schematizzati alcuni dei concetti presenti nella definizione.

Per offerta fuori sede si intende la promozione e il collocamento presso il pubblico:

- di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività (Art. 30 D. Lgs. N. 58 del 24/02/1998).

L'insieme degli strumenti finanziari include:

- le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
- le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- le quote di fondi comuni di investimento;
- i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- i contratti "future" su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici;
- i contratti di scambio a pronti e a termine (swap) su tassi di interesse, su valute, su merci e su indici azionari (equity swaps);
- i contratti di opzione per acquistare o vendere strumenti finanziari, valute, tassi d'interesse, merci e i relativi indici.

I servizi e le attività di investimento che hanno per oggetto gli strumenti finanziari si differenziano in:

- negoziazione per conto proprio;
- esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- gestione di portafogli;
- ricezione e trasmissione di ordini;
- consulenza in materia di investimenti;
- gestione di sistemi multilaterali di negoziazione (Art.1 D. Lgs. N. 58 del 24/02/1998).

I servizi finanziari possono essere in tal modo descritti:

- Nella negoziazione per conto proprio l'intermediario, ricevuto l'ordine di acquisto o vendita di un titolo, lo esegue scegliendo fra diverse sedi di negoziazione, che possono essere mercati finanziari regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzazione dell'ordine;

- L'esecuzione di ordini per conto dei clienti è l'attività con cui l'intermediario, su ordine del cliente, gli vende strumenti finanziari di sua proprietà o li acquista direttamente dal cliente stesso, comunemente si dice che l'intermediario opera in "contropartita diretta";
- Il servizio di sottoscrizione e/o collocamento consiste nella distribuzione di strumenti finanziari sulla base di un accordo con l'emittente (o offerente). Si ha sottoscrizione quando i titoli offerti sono di nuova emissione e vengono immessi per la prima volta sul mercato finanziario, si ha invece collocamento quando si tratta di titoli già emessi che vengono successivamente venduti. Nel caso in cui l'intermediario presti una garanzia per la riuscita dell'operazione, assume su di sé il rischio del buon esito dell'operazione, pertanto se dovessero rimanere dei titoli invenduti, l'intermediario sarebbe obbligato ad acquistarli lui stesso;
- Nel servizio di sottoscrizione e/o collocamento senza garanzia l'intermediario assume solo l'obbligo di ricercare presso il pubblico i soggetti interessati alla sottoscrizione o all'acquisto degli strumenti finanziari da collocare. Il rischio di un insuccesso nel collocamento grava solo sull'emittente;
- La gestione del portafoglio implica che sia l'intermediario a decidere per conto del cliente quali strumenti finanziari andranno a comporre il suo portafoglio e a provvedere a tutte le operazioni necessarie per acquistarli o venderli;
- La ricezione e trasmissione di ordini si esplica nel momento in cui l'intermediario che ha ricevuto un ordine di acquisto o di vendita non lo esegue direttamente, ma lo trasmette a un altro intermediario per la sua esecuzione;
- La consulenza in materia di investimenti è un servizio di investimento in cui il consulente, su sua iniziativa o dietro richiesta del cliente, fornisce consigli o raccomandazioni personalizzate circa una o più operazioni in relazione ad uno specifico strumento finanziario;
- La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione consente di far incontrare proposte di acquisto e di vendita provenienti da una pluralità di operatori. I sistemi multilaterali di negoziazione sono assimilabili ai mercati finanziari regolamentati, con la differenza che possono essere gestiti non solo da società di gestione di mercati finanziari regolamentati ma anche da SIM e banche autorizzate alla prestazione di questo servizio.

Il contratto che il promotore finanziario stipula con l'intermediario presso cui opera ne definisce il ruolo, che può configurarsi come:

- lavoratore dipendente, con rapporto di lavoro subordinato;
- mandatario, in cui il potere di agire viene conferito dal mandante;
- agente, che definisce l'obbligo di promuovere la stipulazione di contratti tra l'intermediario e i clienti (Balducci, 2006).

2.2. Il consulente finanziario: un intermediario.

Dietro questa schematica sintesi delle fasi di una consulenza finanziaria emerge chiaramente come il consulente giochi dei ruoli fondamentali per la riuscita del suo lavoro:

- egli funge da intermediario tra il mercato finanziario e il cliente;
- è parte funzionale e attiva delle azioni di marketing finanziario intraprese dalle istituzioni per cui lavora;
- fornisce al cliente un supporto psicologico.

Il consulente finanziario, in questa veste, ha il compito di intermediare tra la domanda e l'offerta di strumenti finanziari nel mercato finanziario: è una sorta di interfaccia tra aziende, banche, istituti che offrono strumenti finanziari e i suoi clienti, il tutto immerso in un mercato finanziario ovviamente instabile e soggetto a cambiamenti imposti da condizioni interne e esterne, come eventi storici, politici ed economici.

Dunque da un lato, il consulente deve possedere una grande conoscenza degli strumenti finanziari, raccogliere informazioni sui fattori esogeni legati al mercato finanziario ed essere costantemente aggiornato sui prodotti offerti dall'istituto per cui lavora. Dall'altro lato, deve costruirsi una conoscenza del proprio portafoglio di clienti, considerandoli come persone diverse l'una dall'altra e dedicando loro una consulenza, appunto, personalizzata.

Come accennato in precedenza, il consulente finanziario ha dei doveri verso il suo cliente che si concretizzano in tre punti: l'informativa pre-contrattuale, la valutazione di adeguatezza delle operazioni consigliate o sconsigliate e il monitoraggio nel tempo del portafoglio di investimento (Di Mascio, 2011).

In primo luogo il consulente deve fornire ai propri clienti informazioni appropriate, affinché possano comprendere il tipo di servizio, gli strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi; le informazioni pre-contrattuali, come quelle post-contrattuali, riguardano le

imprese su cui si intende investire e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie proposte, così come i rischi associati, i costi e gli oneri connessi.

In secondo luogo, una volta selezionati gli strumenti finanziari, i consulenti devono valutarne l'adeguatezza, ossia la capacità degli stessi di:

- corrispondere agli obiettivi di investimento del cliente;
- essere di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi;
- essere adeguato all'esperienza e alla conoscenza del cliente, in modo tale che lo stesso possa comprendere i rischi inerenti all'operazione (Izzo, 2011).

Spesso è il cliente stesso che di sua iniziativa individua delle operazioni, che possono più o meno rientrare nel portafoglio costruito dal consulente: quest'ultimo dovrà controllare l'adeguatezza anche di queste operazioni.

Infine, ancora in veste d'intermediario, il consulente deve monitorare nel tempo il portafoglio del cliente. Questo tipo di ruolo assunto dal consulente può essere definito come formale e esplicito.

Anche il rapporto tra l'intermediario, inteso come istituzione finanziaria per cui il promotore finanziario lavora, e il promotore finanziario stesso è reciprocamente necessario e regolato da norme ben precise, prima fra tutte quella che stabilisce che l'istituzione finanziaria non può distribuire strumenti e servizi finanziari al di fuori delle sue sedi, se non tramite i promotori finanziari, i quali d'altro canto possono esercitare la loro attività solo e soltanto per conto di una istituzione finanziaria autorizzata (Esini, Morello, 1996).

Caratterizzano e stabilizzano tale relazione una serie di capisaldi. Innanzitutto essa si fonda sul divieto di svolgere la professione per conto di diverse istituzioni. Inoltre al promotore finanziario viene impedito l'esercizio di ogni forma di consulenza in materia di strumenti finanziari, in concomitanza con la sua attività di promozione. Per consulenza si intende un parere tecnico, privo di implicazioni commerciali, che viene retribuito come servizio in sé, essa rientra tra i servizi offerti dalle società di intermediazione mobiliare e pertanto il promotore finanziario non può prestare consulenza in maniera autonoma, ma soltanto come tramite della società per cui lavora. Infine l'istituzione finanziaria deve sottostare a due oneri: vigilare sulla

rigorosa applicazione delle procedure aziendali da parte dei promotori finanziari e garantire un'adeguata formazione del personale impiegato (Esini, Morello, 1996).

La natura dell'attività svolta dal promotore finanziario, la specifica professionalità richiesta e la fisiologica asimmetria informativa tra i promotori finanziari e i potenziali clienti, impongono al promotore finanziario una rigorosa adesione ai principi di diligenza, correttezza e trasparenza, nell'osservanza, altresì, di una serie di norme deontologiche ben definite; esse sono regole generali di condotta, assunte spontaneamente dagli operatori del settore e contenute nei codici deontologici delle associazioni di categoria, la cui osservanza è disposta dal Regolamento Intermediari della Consob.

La deontologia dei promotori finanziari, codificata dalle associazioni di categoria, attinge al comune sentire di un insieme di valori che i promotori finanziari devono praticare e trasmettere.

Anasf ha definito il Codice deontologico di autodisciplina dei promotori finanziari, in cui vengono stabilite sia le regole di condotta, che si declinano in doveri di diligenza, correttezza e trasparenza, sia i doveri nei rapporti con i clienti, con i colleghi, con le autorità di vigilanza e con l'intermediario abilitato.

Questi ultimi sono così declinati:

- Il promotore finanziario svolge la propria attività nell'interesse dell'intermediario abilitato per il quale opera con efficienza e leale collaborazione;
- Il promotore finanziario ha il dovere di evitare comportamenti sleali anche dopo la cessazione del rapporto con l'intermediario per il quale ha operato;
- Il dovere del promotore finanziario di operare nell'interesse dell'intermediario incontra il limite dell'interesse del cliente. Pertanto il promotore finanziario rifiuta iniziative e comportamenti, pur richiesti o suggeriti dall'intermediario, che siano in contrasto con le esigenze della clientela;
- Il promotore finanziario non accoglie le richieste dell'intermediario per cui opera in contrasto con le norme del presente Codice deontologico.

In ottemperanza all'obbligo di strutturare efficienti assetti di governo e sistemi di vigilanza interni in grado di scongiurare i rischi connessi all'operatività fuori sede dei promotori finanziari, anche gli intermediari si sono dotati di un Codice di vigilanza sull'attività dei

promotori finanziari, che individua indicatori e possibili strumenti di intervento (Codice di vigilanza sull'attività dei promotori finanziari di Assoreti).

Poiché la fiducia dei risparmiatori è il primo e fondamentale requisito su cui i promotori finanziari basano le prospettive di sviluppo della loro professione, nel mercato del risparmio è fondamentale salvaguardare e valorizzare l'autonomia dei risparmiatori, cioè la libertà di scelta di investimento, compiute nel proprio interesse, assumendosene la responsabilità coscienti dei propri diritti. Sulla base di questi principi Anasf ha redatto la Carta dei diritti dei risparmiatori, affinché le loro scelte siano consapevoli e responsabili e siano sempre garantite e tutelate.

2.3 Il marketing finanziario.

Il marketing può essere definito come un insieme di strumenti e procedure derivanti dall'applicazione del principio della sovranità dell'acquirente, ossia del cliente, e pertanto suo compito è fare in modo che l'offerta di prodotto sia ridefinita in funzione della domanda.

L'adozione di una logica di marketing da parte delle istituzioni finanziarie è un fenomeno relativamente recente (Cattaneo, 1997): i cambiamenti, identificabili in processi di deregulation, globalizzazione e internazionalizzazione dei mercati finanziari, hanno avuto origine negli anni '70 ed hanno, determinato l'instaurarsi di forme di competitività e concorrenzialità, che si sono tradotte in un radicale mutamento del tradizionale rapporto cliente-istituzione.

Con l'inizio degli anni '90, il sistema finanziario si è caratterizzato per il passaggio da una fase reattiva, incentrata sulla promozione e sullo sviluppo del prodotto, definita di orientamento al prodotto, ad una fase attiva di marketing, definita di orientamento al mercato. L'introduzione di questa nuova dimensione gestionale ha fatto sì che priorità e attenzione fossero posizionate su fattori diversi, tra cui emergono la nozione di bisogno del cliente, il genere di prodotto/servizio offerto e la modalità di incontro tra domanda e offerta (Cattaneo, 1997).

Attualmente, per un'istituzione finanziaria adottare una logica di marketing significa definire i propri servizi in base ai bisogni e alle attese della clientela attuale e potenziale ed inoltre saper cogliere le opportunità che derivano dai cambiamenti in atto a livello economico, sociale, finanziario e tecnico: la domanda di mercato assume la funzione guida, inducendo le istituzioni a produrre ciò che si può vendere e non a vendere ciò che si produce (Cattaneo, 1997).

In questo contesto altamente competitivo e instabile, la domanda di prodotti da parte della clientela è caratterizzata da una sempre più accentuata attenzione alla consulenza finanziaria:

si assiste all'introduzione di una analisi più attenta e approfondita sia della clientela, che implica la ridefinizione di adeguate strategie di intervento, sia del rapporto cliente-consulente, con la conseguente adozione di nuovi strumenti gestionali.

Gli strumenti fondamentali per raggiungere il vantaggio competitivo e l'indispensabile fidelizzazione del cliente sono i processi di differenziazione, segmentazione e posizionamento (Cattaneo, 1997).

Con il termine differenziazione viene solitamente indicato l'insieme delle possibili modifiche apportate da un'unità aziendale alla propria produzione, sia a livello sostanziale, muovendosi su caratteristiche fisico-tecniche, sia a livello formale, modificando modalità di vendita, distribuzione e presentazione del prodotto. Sul piano finanziario la differenziazione può realizzarsi agendo principalmente sulla qualità del servizio offerto e sull'articolazione e composizione dello stesso. Nel primo caso si tratta della capacità delle istituzioni finanziarie di individuare e utilizzare le qualità in base alle quali i clienti scelgono un servizio; nel secondo caso il riferimento è alla quantità di beni accessori con cui l'azienda intende arricchire il beneficio principale contenuto nel servizio erogato. Questi benefici sono forniti secondo una logica promozionale che ha lo scopo di attrarre i clienti.

Queste modalità di differenziazione rivestono fondamentale importanza per conseguire un vantaggio competitivo; tuttavia, in uno scenario in continuo cambiamento, risulta necessario per le istituzioni stesse non limitarsi a definire "cosa fare", ma focalizzare l'attenzione anche sul "come fare" (Cattaneo, 1997): questo significa che, pur mantenendo un'attenzione particolare sul prodotto, le istituzioni finanziarie orientano il proprio interesse anche sull'acquisire la capacità di instaurare un rapporto fiduciario e diretto con il cliente, cosa che viene effettuata tramite un servizio di consulenza finanziaria adatto.

La segmentazione è, invece, lo strumento strategico di cui l'impresa dispone per selezionare gruppi di clienti in funzione dei quali procedere all'adattamento ed alla specializzazione della propria offerta di beni e servizi (Cattaneo, 1997). È una sorta di processo di disaggregazione della domanda globale, la quale è molto eterogenea al suo interno, in altre domande più specifiche, caratterizzate da un'omogeneità che deriva dagli elementi che ne fanno parte. Infatti il presupposto alla base del processo è il riconoscimento delle profonde differenze di risposta dei consumatori agli stimoli provenienti dal mercato finanziario; in questo modo si cerca di ridurre la distanza tra le aspettative dei clienti e ciò che l'istituzione finanziaria è in

grado di offrire. I criteri di segmentazione possono essere molteplici: i vantaggi che i potenziali consumatori ricercano nel prodotto, le loro caratteristiche socio-demografiche, i loro stili di vita, interessi, opinioni, atteggiamenti, le caratteristiche del comportamento d'acquisto.

Infine, il posizionamento è un'analisi di mercato, dal punto di vista dell'offerta, che consente di individuare, sulla base di talune caratteristiche distintive, quale posizione occupa nella mente del consumatore uno specifico prodotto/servizio rispetto all'offerta dei concorrenti (Cattaneo, 1997). La tecnica di segmentazione, da sola, infatti non consente all'istituzione di individuare quali interventi realizzare sulla propria offerta, in quanto ogni prodotto/servizio deve essere posizionato all'interno del segmento di domanda per poter soddisfare le attese dei potenziali consumatori. Dunque, attraverso questo processo, l'istituzione acquisisce informazioni utili per definire modalità e tempi di intervento per eventuali riposizionamenti della propria offerta.

Come già accennato, il fine ultimo di questi processi è l'acquisizione di un vantaggio competitivo sul mercato finanziario, tuttavia affinché questo si possa realizzare, è necessario effettuare un altro processo, che vede coinvolti i consulenti in prima persona: la fidelizzazione del cliente. Per rendere il cliente fedele, è necessario conoscerlo, seguirlo, avere memoria delle sue esigenze e abitudini di consumo a livello finanziario. A tal proposito, spesso i consulenti fanno affidamento su strumenti recenti, tra cui il marketing relazionale.

Il marketing relazionale rappresenta un approccio al mercato in grado di migliorare il rapporto con il cliente e vincere la sfida competitiva: l'obiettivo prioritario è la definizione di rapporti fortemente personalizzati con la clientela, al fine di ottenerne la fedeltà. In un sistema concorrenziale, in cui risulta sempre più difficile conseguire vantaggi in termini di prodotti/servizi o prezzi, l'abilità di garantire al cliente una totale soddisfazione diviene la determinante del successo (Cattaneo, 1997). Questo avviene riuscendo a far sentire il cliente parte essenziale del ciclo produttivo, dedicandogli, appunto, una consulenza personalizzata.

Ecco così che la consulenza finanziaria, partita da un piano esclusivamente pratico, sembra avere oggi sempre più a che fare con delle dinamiche profonde, che coinvolgono processi psicologici, sociali e affettivi: per questo, come enunciato in precedenza, il consulente finanziario deve essere in grado di offrire ai suoi clienti anche un supporto psicologico.

2.4 Consulenza finanziaria e supporto psicologico.

Da un punto di vista teorico, si può definire la consulenza come l'attività che riduce il divario tra la teoria normativa e quella descrittiva della finanza: la consulenza si configura come un'attività prescrittiva, che formula consigli pratici allo scopo di indurre decisioni coerenti con l'obiettivo di migliorare il benessere e la ricchezza degli investitori. Definendo la consulenza in questo modo, si fa luce sul rapporto che la stessa ha con la Finanza Comportamentale: in primo luogo quest'ultima ne dà una legittimazione scientifica in quanto attività prescrittiva, perché mostra che spesso il comportamento degli investitori diverge da quello che massimizza la ricchezza e il benessere; in secondo luogo fornisce gli strumenti per attuare concretamente l'impostazione prescrittiva della consulenza, disegnando un approccio che permette di non assecondare passivamente i comportamenti degli investitori, ma neanche di imporre a tutti i costi delle soluzioni razionali (Rigoni, 2006).

Poiché il promotore finanziario, pur operando per conto di un intermediario autorizzato, persegue l'obiettivo di tutelare gli interessi della propria clientela, il promotore finanziario e l'investitore devono tessere nel tempo una relazione basata sulla conoscenza e sulla fiducia reciproca. Per realizzarla, si rende necessario il rispetto di peculiari regole di comportamento nei confronti dei clienti, delineate, come già accennato, dal Codice deontologico redatto da Anasf:

- Il promotore finanziario persegue l'interesse del cliente e si astiene da comportamenti in contrasto con tale obiettivo;
- Non sono giustificati comportamenti contrari all'interesse della clientela da parte del promotore finanziario, anche se suggeriti o sollecitati dall'intermediario per cui opera;
- Il promotore finanziario ha l'obbligo di informare il cliente sui costi reali, i benefici e i limiti dei servizi e dei prodotti commercializzati e si astiene da affermazioni fuorvianti sui risultati futuri dell'investimento;
- Il promotore finanziario presta assistenza continuativa al cliente. E' disponibile ad accogliere richieste di informazioni, chiarimenti o consigli, indipendentemente dal fatto che tale attività possa essere funzionale alla promozione di nuove operazioni;
- Il promotore finanziario non accoglie richieste del cliente in contrasto con le norme del presente Codice deontologico.

E' possibile descrivere la relazione tra il promotore finanziario e il cliente tratteggiando una successione di fasi.

In un primo momento il promotore finanziario deve consegnare, al momento della presentazione, una copia della dichiarazione della società da cui dipende, contenente gli elementi identificativi dell'intermediario e del promotore finanziario, e una copia del documento contenente le regole di comportamento che il promotore finanziario deve osservare. Successivamente il promotore finanziario provvede ad acquisire le informazioni sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento del cliente; di contro all'investitore vengono descritte le caratteristiche essenziali dell'operazione proposta, fornendo rilevanti indizi affinché il cliente possa effettuare le proprie scelte nella piena consapevolezza. Nel momento in cui il cliente decide di avvalersi dei servizi offerti, il promotore finanziario consegna all'investitore la documentazione contrattuale, il "documento sui rischi" e il prospetto informativo relativo agli strumenti finanziari offerti. Il promotore finanziario deve quindi assicurarsi che il cliente abbia compreso le caratteristiche essenziali e i rischi delle operazioni proposte ed infine potrà dedicarsi alla sottoscrizione del contratto, consegnandone una copia al cliente (Esini, Morello, 1996).

Come sopra accennato, il promotore finanziario deve rispettare una serie di doveri informativi nei confronti del cliente.

Nell'ambito dell'informativa pre-contrattuale il promotore finanziario deve fornire informazioni comprensibili circa la natura del servizio d'investimento, la tipologia di strumenti finanziari interessati, i rischi ad essi connessi ed i relativi costi. Queste informazioni devono essere fornite al cliente in tempo utile prima di investire e su un "supporto duraturo" (CD-Rom, DVD, carta).

Fondamentale diviene il momento di valutazione dell'adeguatezza, al fine di comprendere se i servizi e gli strumenti offerti si adattino al profilo dell'investitore. In tal caso il promotore finanziario è guidato dal dovere di approfondire la familiarità con la propria clientela, ponendo domande relative a:

- conoscenza ed esperienza dell'investitore in materia di investimenti: con quali tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari ha dimestichezza; la natura, la dimensione e la frequenza delle operazioni finanziarie già compiute; il livello di istruzione e la professione svolta;

- situazione finanziaria dell'investitore: dati relativi alla fonte e alla consistenza del reddito, del patrimonio complessivo e degli impegni finanziari già assunti;
- obiettivi di investimento: dati relativi al periodo di tempo in cui il cliente vuole investire il suo denaro, alla propensione al rischio e alle finalità dell'investimento.

Dopo aver acquisito tali informazioni il promotore finanziario verifica che la specifica operazione consigliata sia adeguata per il cliente. Essa difatti deve corrispondere ai suoi obiettivi di investimento; deve essere di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio associato all'investimento; deve essere tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione. Nel caso in cui il servizio o lo strumento non si riveli adeguato al profilo tratteggiato del cliente o nel caso in cui quest'ultimo decida di non fornire le informazioni richieste, si pone l'obbligo a non procedere oltre nell'esecuzione del servizio offerto (Di Mascio, 2011).

Una particolarità è rappresentata dall'offerta di servizi quali il collocamento, l'esecuzione o la ricezione e trasmissione di ordini, nei confronti dei quali non si pone l'obbligo di sottoporli al il test di adeguatezza. In questi casi sarà necessario soltanto realizzare una valutazione di appropriatezza, che accerti l'esperienza e la conoscenza in possesso dell'investitore in merito alle caratteristiche e ai rischi del prodotto o del servizio di investimento offerto. A differenza della valutazione di adeguatezza, qualora il cliente non fornisca le informazioni necessarie per compilare il test di appropriatezza, il promotore finanziario potrà comunque prestare il servizio offerto o richiesto, previa avvertenza dell'impossibilità di stabilire se il prodotto o il servizio sia appropriato.

Le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza non si rendono necessarie esclusivamente nella condizione di execution only, in cui l'intermediario presta un servizio di mera esecuzione di ordini per conto del cliente, fermo restando che: i servizi abbiano ad oggetto unicamente strumenti finanziari non complessi; la richiesta di prestazione di servizi sia partita dal cliente; questi sia informato sulla natura del servizio.

I compiti del promotore finanziario non si esauriscono nella stipulazione del contratto, in quanto egli dovrà successivamente monitorare il portafoglio del cliente.

L'assistenza post-vendita si realizza tramite la valutazione periodica del risultato degli investimenti, la verifica del raggiungimento degli obiettivi, la raccolta e la tempestiva trasmissione all'intermediario di successive disposizioni di investimento o di rimborso. Un ultimo compito del promotore finanziario è l'invio della rendicontazione dell'attività prestata, comprensiva dei costi per il cliente (Di Mascio, 2011).

Attualmente però si ritiene che, come già osservato in precedenza e come definito dal TUF, la consulenza finanziaria non possa più limitarsi esclusivamente a sopperire alla conoscenza circoscritta del mercato finanziario da parte degli investitori, ma debba fornire a questi ultimi anche un adeguato supporto psicologico. Ciò significa che il promotore finanziario deve conoscere le motivazioni per le quali le persone risparmiano, il rapporto che queste hanno con il denaro, i sentimenti e i fenomeni legati agli investimenti finanziari e ai mercati finanziari, gli errori in cui cadono quando devono decidere su questioni tecnicamente complesse, la loro propensione o avversione al rischio, il loro profilo di investitore, i loro bisogni economici e i prodotti adatti alla gestione del loro risparmio, la loro situazione familiare. Il promotore finanziario, insomma, per poter fornire al suo cliente una consulenza adeguata, ossia personalizzata, deve riuscire ad entrare nelle dinamiche psicologiche profonde del suo cliente. Dunque oltre ad aver bisogno di competenze strategiche e tattiche, come l'abilità di trovarsi al posto giusto, con le persone giuste e al momento giusto, e di una preparazione finanziaria adeguata, il promotore finanziario deve possedere anche una particolare propensione ai rapporti umani, visto che ogni giorno egli deve interagire e confrontarsi con una moltitudine di persone: dall'imprenditore, al dirigente d'azienda, al semplice impiegato o studente universitario. Di fatto un promotore finanziario può possedere le competenze strategiche adeguate, un'ottima organizzazione personale ed un efficiente e corretto uso del tempo, ma se non riesce a relazionarsi in modo efficiente con i propri clienti, ogni sforzo sarà reso inutile (Buro, 2011). Instaurare buone relazioni con i propri clienti significa costituire, mantenere, difendere e sviluppare contatti costanti e permanenti di mutua soddisfazione. In quest'ottica il lavoro di promotore finanziario deve superare la logica transazionale, cioè quella di un interesse focalizzato solamente sulla vendita del prodotto, e deve indirizzarsi verso quella basata su una relazione di alleanza duratura con il cliente. Alla base di questo rapporto deve esserci la fiducia, che può essere costruita giorno dopo giorno, sviluppando una approfondita conoscenza e instaurando una relazione basata sul rispetto, sull'educazione e sulla stima reciproca.

Poiché sicuramente non tutti i clienti desiderano lo stesso tipo di relazione e neppure lo stesso tipo di relazione ha lo stesso valore per tutti i clienti, il promotore finanziario dovrà di volta in volta focalizzare la sua attenzione sulle diverse modalità con cui relazionarsi con i suoi clienti, valutando attentamente le strategie comunicative e relazionali più adatte ad ognuno. Infatti, i clienti, rivolgendosi ai promotori finanziari, ricercano un qualcosa in più rispetto alla mera consulenza quantitativa: sono persone che vogliono affidare i loro risparmi a qualcuno e pertanto hanno bisogno di stabilire con lui relazioni vere e sincere in un clima di fiducia.

Secondo Buro (2011) ogni individuo è pervaso da due gruppi di forze contrastanti, le prime sono quelle positive, che poggiano la loro esistenza sulla logicità e sulla razionalità, le seconde sono quelle negative, che si sostengono attraverso l'emozionalità e la paura. Quando un promotore finanziario e un cliente hanno un rapporto basato su fiducia, reciprocità e collaborazione, gli eventuali sentimenti negativi del cliente vengono frenati dalle forze positive che permettono di rinforzare un atteggiamento collaborativo e aperto al dialogo; se invece sono le spinte negative a prendere il sopravvento su quelle positive, allora il promotore finanziario vede assottigliarsi il proprio influsso relazionale e la sua capacità di influenzare il suo cliente.

Per stabilire un elevato livello di fiducia e di collaborazione con il cliente, il promotore finanziario deve riuscire ad instaurare con lui una relazione di alleanza, condizione ideale affinché entrambi possano trarre benefici reciproci (Buro, 2011). Questa relazione è una relazione privilegiata, in quanto un rapporto di alleanza, e quindi di sinergia, produce una comunicazione vera e situazioni di interscambio positive tali, che lo stesso promotore finanziario non necessita più di tecniche manipolative per convincere il cliente a sottoscrivere un certo prodotto, ma, la soluzione alle esigenze del cliente nasce spontaneamente e i prodotti finanziari diventano il mezzo con cui il cliente raggiunge gli obiettivi prefissati.

Considerando che la costruzione di questa relazione privilegiata si lega strettamente all'empatia, ritenuta tratto di personalità caratterizzante un promotore finanziario di successo, si può affermare che l'elemento alla base di una buona consulenza è il riconoscimento dei bisogni del cliente da parte del promotore finanziario. L'empatia permette al promotore finanziario di identificarsi con il suo cliente e condividere emotivamente le sue esperienze, in base a questo sentire reciproco il cliente si sentirà libero di esprimersi e il promotore finanziario potrà approfondirne la conoscenza, studiarne le esigenze fino a comprenderne i bisogni più profondi e operare una consulenza personalizzata e soddisfacente per entrambi.

Al fine di costruire questa relazione privilegiata con il cliente, il promotore finanziario si trova spesso immerso in questioni riservate, che hanno una forte influenza sulla gestione del risparmio, quali quelle riguardanti la famiglia. Pahl (1983) individua quattro schemi di base a proposito della gestione del denaro nelle famiglie:

1. gestione affidata alla moglie, o controllo dell'intera disponibilità: il marito affida lo stipendio interamente alla moglie che ne deciderà l'utilizzo;
2. sistema dell'assegnazione del denaro: il marito consegna alla moglie una somma fissa o variabile per la sua sussistenza personale, gestendo da sé ciò che rimane;
3. gestione indipendente: entrambi i partner mantengono separate le loro entrate;
4. gestione condivisa: le entrate vengono condivise e gestite da entrambi.

Le differenti modalità di gestione del risparmio familiare, che si rifanno alle diverse esigenze del cliente, conducono il promotore finanziario a proporre un'offerta di prodotti adeguata e quindi a una consulenza, ancora una volta, personalizzata. Le ragioni che portano una famiglia a rivolgersi ad un promotore finanziario sono molteplici: la scelta dell'abitazione in cui vivere e il mutuo per finanziarne l'acquisto, l'investire i risparmi in modo consapevole per garantire il futuro proprio e dei propri figli, l'usufruire delle possibilità di risparmio offerte dal fisco tra spese detraibili, deducibili e bonus, il districarsi nella molteplicità delle riforme pensionistiche per garantirsi una vecchiaia serena, il ricevere un'improvvisa somma di denaro (eredità, vincita) e deciderne la gestione. Inoltre, anche eventi esogeni possono influenzare la gestione del risparmio familiare: crisi finanziaria, inflazione, disoccupazione sono solo alcuni di questi eventi.

A conclusione di questo discorso sul supporto psicologico possiamo ripercorrere le fasi operative del promotore finanziario, declinandole dal punto di vista psicologico.

Prima di tutto il promotore finanziario deve compiere una verifica di status. Statman (2002) definisce lo status come la posizione che l'investitore occupa nella scala sociale, il suo livello di autostima e il grado di realizzazione delle sue aspirazioni. I clienti sono soddisfatti quando il loro status è elevato rispetto a quello degli altri, rispetto al punto di partenza iniziale e rispetto alle proprie aspirazioni. In esso vengono quindi racchiuse implicitamente tutte le dimensioni precedentemente descritte: dalla motivazione al risparmio, al rapporto con il denaro, ai sentimenti e tratti di personalità. Poiché dallo status dipendono il grado di soddisfazione del

cliente e il tipo di rapporto instaurato con il promotore finanziario, questo deve, da un lato, evitare scelte che mettano a repentaglio il tutto e, dall'altro, agire in modo da influenzare lo status stesso, in quanto spesso esso non corrisponde ad punto di riferimento ottimale. Attraverso la verifica dello status del cliente, il promotore finanziario compie una verifica anche delle caratteristiche che un investimento finanziario dovrebbe possedere per assicurare all'investitore lo status desiderato. Se queste caratteristiche non sono coerenti con lo scenario economico e finanziario di quel momento, potrebbero portare il cliente a degli investimenti scorretti; in questo caso il consulente deve intervenire su quelle variabili che definiscono lo status stesso, cercando di adattarle all'ambiente circostante, in modo da giungere a una sorta di compromesso che rispetti lo status del cliente e allo stesso tempo non contrasti con l'andamento finanziario del momento. Questo significa che il consulente dovrà cercare di eliminare anche tutti quegli errori di ragionamento precedentemente descritti come bias.

In secondo luogo, il consulente valuterà la coerenza con lo status sia del portafoglio ottimale, sia di quello tendenzialmente preferito: a seconda se la coerenza è alta o bassa, vuol dire che vi è un'elevata o ridotta probabilità che l'asset allocation possa rispondere ai bisogni di status espressi dall'investitore (Rigoni, 2006).

Nella Tabella 1 vengono analizzate le possibili situazioni derivanti dal rapporto tra la coerenza tra status e portafoglio ottimo e la coerenza tra status e portafoglio preferito.

	<i>Coerenza tra status e portafoglio ottimo: Bassa</i>	<i>Coerenza tra status e portafoglio ottimo: Alta</i>
<i>Coerenza tra status e portafoglio preferito: Bassa</i>	A	B
<i>Coerenza tra status e portafoglio preferito: Alta</i>	C	D

Tabella 1. La coerenza del portafoglio ottimo e del portafoglio preferito con lo status.

Fonte: Rigoni, 2006, pag. 159.

- A. La coerenza è bassa con riguardo ad entrambi i portafogli: la verifica di status servirà al consulente per evitare di ricadere in questa circostanza, nella quale non vi è modo di trovare un'asset allocation, né seguendo l'impostazione ottimale né seguendo le

preferenze dell'investitore, in grado di garantire una buona probabilità di preservare lo status desiderato;

- B. Il portafoglio ottimale è coerente con lo status, mentre non lo è quello preferito: l'investitore è vittima di errori, equivoci, credenze e aspettative che potrebbero andare contro il suo stesso interesse (Rigoni, 2006). Il consulente dovrà intervenire cercando di modificare errori di ragionamento e preferenze, cercando di ricollocare lo status a un livello più ottimale;
- C. Il portafoglio preferito è coerente con lo status, al contrario di quello ottimale: il consulente dovrà assecondare le preferenze dell'investitore, piuttosto che contrastarle o cercare di modificarle radicalmente. Rigoni (2006) spiega che spesso le scelte contrastanti con il portafoglio ottimale sono le uniche alternative che permettono all'investitore di non annullare del tutto la speranza di poter migliorare la sua condizione;
- D. Entrambi i portafogli rispettano lo status dell'investitore: il consulente potrà facilmente convincere il cliente ad avvicinarsi all'asset allocation ottimale.

Concludendo, una consulenza finanziaria ben condotta si ha nel momento in cui il cliente e il promotore finanziario si ritengono reciprocamente soddisfatti dei risultati raggiunti. Questo non può prescindere dalla costruzione di una relazione soddisfacente, che a sua volta, non può basarsi sulla conoscenza profonda, da parte del promotore finanziario, di tutte le dinamiche psicologiche, sociali e personali che appartengono al suo cliente.

2.5 Sentimenti, tratti di personalità ed errori degli investitori.

Spesso un promotore finanziario può trovarsi nella condizione di dover fornire la sua consulenza a investitori soggetti a errori di ragionamento, i cosiddetti bias, o a particolari fenomeni di distorsione o, ancora, a investitori con determinati tratti di personalità particolarmente problematici.

Per questi motivi, nel momento in cui si trova alle prese con gli investitori, deve essere a conoscenza di tutta quella serie di fenomeni emotivi e di sentimenti che pervadono il mercato finanziario, quali impazienza, eccessivi timori, troppo ottimismo e paura di eccessivi guadagni, in quanto essi sono segno di conflitti e di problemi inconsci che stanno alla base di scelte di investimento sbagliate (Ferrari, Romano, 1999).

In particolare l'ignoranza, l'avidità, la paura e la speranza vengono definiti dal giornalista Lefèvre (1923) come i nemici mortali dell'investitore.

Secondo alcuni autori, tra cui Pring (1993), un tipo di paura particolarmente insidiosa è la *losing out fear*, ossia il timore di rimanere tagliato fuori da straordinarie occasioni di profitto, dopo una forte crescita dei prezzi. L'investitore viene sopraffatto dalla frustrazione per eventuali occasioni mancate e dall'ansia di non perdere ulteriori opportunità, così entra nel mercato finanziario frettolosamente, nel momento sbagliato e finisce per filtrare le informazioni senza valutare le cattive notizie. Specularmente la stessa paura spinge ad uscire dal mercato finanziario troppo presto, per l'eccessivo timore di non riuscire a cogliere tempestivamente le prime notizie negative.

All'estremo opposto troviamo il fenomeno dell'euforia ingorda, che si ha quando si sperimenta la moltiplicazione dei guadagni e quindi un crescente successo, questo produce un senso di benessere e di invincibilità, che favoriscono l'azzardo (Ferrari, Romano, 1999).

Un tratto di personalità dell'investitore, potenzialmente pericoloso, è l'orgoglio inteso come rigidità narcisistica: investitori con precedenti successi in altri campi, quindi molto sicuri di sé e ottimisti, dopo qualche rinforzo iniziale, si irrigidiscono sui loro schemi di investimento e sulla loro visione degli eventi, anche se smentiti dai fatti (Ferrari, Romano, 1999). Gann (1976) ha analizzato la situazione di diversi promotori finanziari caduti in rovina ed è arrivato a concludere che gli investitori cambiano modo di ragionare una volta che hanno raccolto un grande patrimonio, poiché vogliono mostrare la propria potenza al mercato e perdono così la percezione del rischio. L'irrigidimento narcisistico porta a non accettare l'inevitabilità delle perdite, ma a ricercare continuamente una rivincita per sopperire ai colpi inferti all'orgoglio dalle prime. Questa mania euforica di speculazione prende il nome di *overtrading*.

Una variante di questo fenomeno consiste nell'impazienza, quel genere di comportamento compulsivo di onnipresenza nel mercato, definito "mercattite". La "mercattite" limita la percezione che si ha delle più importanti vicende economiche esterne alla borsa e delle mutazioni di fondo dell'economia, mentre l'impazienza, dal canto suo, limita la percezione di una crescita dei profitti nei tempi lunghi (Ferrari, Romano, 1999).

Le scelte e le preferenze degli investitori possono divergere dal portafoglio teoricamente ottimale per diverse ragioni, che attingono dall'essenza irrazionale degli individui. Rigoni (2006) introduce due fattori ai quali possono essere ricondotte le divergenze dal percorso

razionale: errori di ragionamento, derivati dai limiti cognitivi della mente, che affronta i problemi semplificandoli e filtrandoli in modo imperfetto, errori di preferenza, derivati dalla struttura delle preferenze, che è solo in parte coincidente con quanto ipotizzato dalla teoria classica della finanza. Tipici errori di ragionamento sono le euristiche, mentre errori di preferenza sono l'avversione alle perdite e l'effetto certezza.

I primi possono essere corretti o attenuati dal promotore finanziario usando argomentazioni "oggettive" fondate sull'evidenza empirica, mentre per i secondi risulta più difficile la correzione in quanto sono poco sensibili al ragionamento astratto e all'evidenza empirica (Rigoni, 2006). Da queste considerazioni Rigoni trae importanti conclusioni: se la divergenza tra le preferenze del cliente e l'asset allocation¹⁰ ottimale è attribuibile a errori di ragionamento, il promotore finanziario dovrà cercare di correggere le distorsioni al fine di spingere l'investitore verso il portafoglio ottimale; al contrario, se prevale il ruolo degli errori di preferenza, il promotore finanziario dovrà adattare l'asset allocation alle preferenze del cliente.

Altro elemento fondamentale consiste nel fatto che il promotore finanziario deve tener conto del livello neutrale di riferimento (Kahneman, Tversky, 1979) che ogni cliente possiede e che è pertanto soggettivo: l'asset allocation con i suoi guadagni e le sue perdite deve essere costruita considerando anche questo.

Kahneman e Riepe (1998) e Bolhuis e Goodman (2005) forniscono una sorta di sintesi dei bias più frequenti nelle scelte di investimento:

- l'overconfidence consiste nel dimostrare una fiducia troppo elevata nell'attendibilità delle proprie previsioni. Come diretta conseguenza si osserva una forte sottostima dei rischi, con un'irragionevole attesa di una grossa mole di guadagni. Il consulente in questo caso, dovrebbe evitare che il suo cliente proietti la sua overconfidence sulle valutazioni da lui effettuate, in quanto grandi aspettative non soddisfatte potrebbero minare la loro relazione;
- la contabilità mentale è il sistema secondo il quale le persone interiorizzano e utilizzano le risorse per tenerle sotto controllo e indirizzarle nel modo preferito. In particolare, le persone assegnano attività, fonti e usi diversi a fondi specifici. Il consulente deve tener conto del fatto che, per gli investitori, questa contabilità mentale potrebbe essere un buon modo di convivere meglio con i rischi assunti e quindi decidere se questo rappresenta un punto di debolezza o di forza;

- l'avversione alle perdite deve essere attentamente valutata dal promotore finanziario che, in base ai risultati, non dovrà raccomandare investimenti ad alto rischio a investitori fortemente avversi alla perdite e viceversa;
- il disposition effect è un bias che ha luogo nel momento in cui la scelta di mantenere un titolo, di incrementare l'investimento ,oppure di venderlo, non vengono prese in base al suo profilo prospettico di rischio e rendimento, ma vengono condizionate dal prezzo di acquisto del titolo in questione. Secondo gli studi di Odean (1998) gli investitori sono propensi a vendere prevalentemente i titoli in utile rispetto a quelli in perdita, perché ritengono che questi ultimi potranno godere di performance migliori in futuro, mentre i primi sono quelli per i quali si sono realizzate le aspettative di extrarendimento, che ne hanno indirizzato l'acquisto (Rigoni, 2006). Il consulente alle prese con il riscontro di questo effetto nel suo cliente, convincerà quest'ultimo che utilizzare il costo d'acquisto come punto di riferimento può influenzare negativamente lo stato d'animo con cui si compiono le scelte di investimento e che in finanza ciò che conta sono le prospettive future e non quelle passate;
- l'ottimismo indica la sovrastima delle proprie capacità e la tendenza a formulare previsioni sistematicamente distorte al proprio vantaggio. Le previsioni sono distorte verso l'alto e hanno un ruolo fondamentale nelle decisioni finanziarie, infatti De Bondt (1998) osserva che spesso gli investitori sono più ottimisti sui titoli da loro posseduti piuttosto che sul mercato finanziario nel complesso. Il consulente deve quindi fare in modo che il cliente tenga presente sia gli eventi negativi sia quelli positivi riguardanti la performance di un titolo.

Un ulteriore bias al quale gli investitori sono soggetti consiste nel porre eccessiva enfasi sul breve termine, ossia nello stimare la performance di un titolo in base all'ultimo periodo, senza tener conto della performance cumulata nel tempo. Pertanto il promotore finanziario dovrà essere abile nel predisporre al suo cliente informazioni che comprendano la performance totale di un titolo, evitando di soffermarsi solo sul breve termine.

Come abbiamo visto, gli errori di ragionamento sono numerosi e pervadono la vita quotidiana degli investitori; è importante però sottolineare che anche i promotori finanziari, in quanto individui, possono esservi soggetti e quindi è doppiamente utile per gli stessi conoscerli e saperli evitare.

Capitolo 3. Il ruolo del promotore finanziario tra gestione del cliente, gestione della relazione, gestione della crisi.

1. Presentazione delle ricerche: Anasf 2012-2015, Fineco 2014, Fineco 2015.

La parte sperimentale di questa tesi prende in esame tre ricerche condotte tra il 2012 e il 2015, volte a studiare la figura del promotore finanziario e le sue relazioni all'interno del mercato finanziario, nelle diverse fasi di quiete e turbolenza che questo attraversa periodicamente, con particolare attenzione agli aspetti più sociali della Finanza Comportamentale. Nello specifico esse indagano il ruolo che il promotore finanziario ricopre in relazione ai propri clienti, ai propri colleghi e alla crisi, in particolare alla crisi cinese dell'estate del 2015.

I risultati presentati sono da intendersi tassativamente come delle indicazioni che devono essere ulteriormente approfondite, sia per le modalità di somministrazione dei questionari, sia per la scelta dei campioni. Sono delle tendenze, non possiamo arrivare a conclusioni certe in quanto i dati in nostro possesso andrebbero ulteriormente ampliati ed analizzati.

L'oggetto di riferimento di questa tesi, e quindi di conseguenza di queste ricerche, è dunque la figura del promotore finanziario, una figura di fondamentale importanza nel panorama economico attuale per l'ingente mole di denaro che gestisce con le sue attività e per il consistente numero di individui, con cui interagisce, siano essi clienti, colleghi, intermediari, SAM. Il suo ruolo, ormai istituzionalizzato, è di rilevanza strategica nel mercato finanziario perché con il suo operato ne condiziona gli andamenti. Si tratta di una figura complessa ma attualmente ancora scarsamente analizzata dalla letteratura e questo rende queste ricerche con le relative conclusioni da una parte elementi da prendere con le dovute cautele, in quanto sono solo degli indicatori che richiedono in futuro una analisi più approfondita ma dall'altra sono elementi che possono costituire un primo input verso una maggior conoscenza di questa figura professionale.

La prima ricerca presentata è stata condotta in un arco temporale di 3 anni, da settembre 2012 a giugno 2015 in collaborazione con Anasf, una delle due più importanti associazioni italiane di categoria dei promotori finanziari. La seconda e la terza sono state sviluppate in collaborazione con alcuni rappresentanti di Fineco e attuate una nell'autunno 2014 e l'altra nell'autunno del 2015.

Il punto di collegamento delle tre ricerche, come già detto, è la figura del promotore finanziario, analizzata in diversi momenti della sua vita lavorativa e da diversi punti di vista, inserita nel mercato finanziario considerato come un aggregato di agenti, luogo di imitazione e influenza reciproca.

Nella prima ricerca l'attenzione è focalizzata su alcuni aspetti significativi della gestione del cliente, quali la qualità del rapporto tra promotore finanziario e cliente e la propensione al rischio da parte del cliente, e sulle relazioni che possono intercorrere tra queste, definite variabili psicologiche, ed altre più propriamente attinenti alla professione del promotore finanziario, dette variabili professionali. Queste variabili psicologiche, che rimandano agli aspetti più strettamente psicologici della consulenza finanziaria, vengono riprese anche nelle ricerche successive, ma non ne sono più il fulcro.

La seconda ricerca si focalizza prevalentemente sulle relazioni sviluppate dal promotore finanziario sia con i colleghi sia con i clienti. Essa analizza, oltre all'importanza del ruolo ricoperto dalle relazioni, l'importanza del comportamento gregario e nello specifico del comportamento imitativo all'interno del mercato finanziario, sia quando questo attraversa periodi di quiete sia quando attraversa periodi di turbolenza. Essa ha per oggetto cioè quello che nella Finanza Comportamentale viene definito Herding Behavior ed è studiato dalla teoria del comportamento imitativo e dalla teoria del contagio dei pensieri.

Infine la terza ricerca si incentra sulle stesse domande delle precedenti ma le focalizza in modo specifico su un periodo di crisi appena verificatosi, quello generato dal panico borsistico conseguente al crollo della Borsa di Shanghai nell'agosto 2015. Qui in particolare vengono analizzate le capacità previsionali dei promotori finanziari e il loro comportamento gregario, oltre alle capacità gestionali della relazione con il cliente.

2. La gestione del cliente: Anasf 2012-2015.

2.1 Obiettivo e modalità.

In questo paragrafo viene presentata la ricerca di carattere esplorativo condotta su una popolazione di promotori finanziari nel periodo settembre 2012-giugno 2015. L'indagine è stata condotta su una base di dati raccolti con il progetto Real Trend, effettuato da Anasf: si tratta di un osservatorio mensile realizzato grazie al contributo di una popolazione permanente di promotori finanziari di tutta Italia iscritti all'Associazione. Il panel oggetto dell'indagine riceve, mensilmente, via e-mail un questionario composto di domande relative alle scelte di investimento dei propri clienti. Scopo dell'osservatorio è quello di rilevare i mutamenti che avvengono nella fascia di mercato presidiata dai promotori finanziari. Oltre alla serie di domande standard, che rimangono sempre uguali ogni mese, Anasf chiede ai professionisti di rispondere a quesiti riguardanti un argomento di attualità, che varia di mese in mese.

A partire da settembre 2012 sono state introdotte nel questionario in oggetto, a seguito di un progetto di ricerca con l'Università degli Studi di Milano-Bicocca, tre domande di carattere psicologico, ed è proprio su queste che verte la presente indagine: si tratta di domande relative alla qualità del rapporto tra promotore finanziario e cliente, alla fiducia da parte del promotore finanziario nel futuro del mercato finanziario ed alla propensione al rischio da parte del cliente, così come viene percepita dal promotore finanziario stesso.

L'obiettivo principale di questa ricerca, è quello di ottenere un quadro, seppur solo descrittivo e indicativo, limitatamente alla popolazione interpellata, che consenta di mettere in luce le modalità con cui i promotori finanziari si rapportano in merito a variabili di tipo psicologico e di conseguenza individuare delle tendenze relativamente stabili, in accordo con i paradigmi principali della Finanza Comportamentale, che possano aprire la strada ad un ulteriore sviluppo di indagini e verifiche. Il tutto viene condotto mantenendo un'attenzione particolare ad alcuni elementi professionali, che possono aver influito sulla relazione col cliente.

A questo punto è doveroso precisare che esistono dei limiti alla generalizzazione dei risultati che sono emersi, in quanto non è stato realizzato un campionamento scientifico e non c'è stata selettività nel reclutamento, quindi i risultati ottenuti non possono essere considerati totalmente rappresentativi dell'intera popolazione di promotori finanziari italiani, ma estendibili alla sola popolazione studiata in questa sede. È interessante notare come per questa

ricerca sia stato scelto un arco temporale particolarmente significativo, caratterizzato da una alternanza di turbolenze legate al periodo storico considerato, culminante però con una generale ripresa dell'economia, prima del crollo dell'estate 2015.

2.2 Campione.

Questa prima indagine e la conseguente analisi statistica sul database sono state realizzate nell'ambito del progetto Real Trend, che viene così presentato sul sito di Anasf: "Real Trend è l'Osservatorio mensile di Anasf realizzato grazie al contributo di un campione permanente di 600 promotori finanziari di tutta Italia iscritti all'Associazione. Il panel oggetto dell'indagine riceve un questionario composto di domande relative alle scelte di investimento dei propri clienti. Scopo dell'Osservatorio è quello di rilevare i mutamenti che avvengono nella fascia di mercato presidiata dai promotori finanziari. In aggiunta alle domande fisse, Anasf chiede ai professionisti di rispondere a quesiti, che variano di mese in mese, riguardanti un argomento di attualità."

La popolazione Real Trend è costituita dunque da un campione permanente composto da 600 promotori finanziari soci Anasf. Si tratta di promotori finanziari particolarmente attivi per l'Associazione: alcuni di essi ricoprono la carica di consigliere o di coordinatore regionale dell'Associazione o sono formatori del progetto di educazione finanziaria Anasf rivolto agli studenti delle scuole superiori di secondo grado denominato "Economic@mente® - Metti in conto il tuo futuro", altri hanno fatto esplicita richiesta di inserimento nel progetto, oppure sono stati segnalati da colleghi appartenenti alle categorie sopracitate. Di questi, non tutti rispondono regolarmente alla rilevazione, come si può vedere dal seguente grafico (grafico n. 1). La media dei rispondenti è di 163 soggetti.

Nell'arco temporale preso in considerazione dalla ricerca possiamo purtroppo notare un calo del numero di soggetti rispondenti, calo da intendere come fisiologico e non tanto legato all'argomento, quanto piuttosto alla tipologia di strumento utilizzato ed a una normale assuefazione alle domande. D'altra parte l'arco temporale è decisamente ampio e quindi il calo è prevedibile. Si compensa il numero ridotto di rispondenti con la quantità di rilevazioni, cioè con l'allungamento del periodo di indagine: 31 rilevazioni mensili.

Le risposte raccolte ammontano a poco più di 5.000, questo comprende sia la possibilità che un soggetto abbia risposto una sola volta, sia la possibilità che un soggetto abbia risposto più di una volta. Il numero di soggetti unici, cioè quelli che hanno risposto almeno ad una rilevazione, è di 297, mentre il numero dei soggetti che ha risposto a tutte le rilevazioni è di 45. Data questa situazione, abbiamo scelto quindi di analizzare l'andamento complessivo mensile delle variabili e non esclusivamente il solo campione dei 45 soggetti, per una maggiore analiticità, ma anche perché il numero di soggetti che ha risposto a tutte le rilevazioni è troppo ridotto per permettere conclusioni degne di nota.

Di seguito riportiamo cinque grafici. Il primo indica il numero di soggetti rispondenti alle singole rilevazioni mensili, mentre gli altri quattro grafici sono relativi alle singole variabili socio-demografiche del campione Real Trend: il secondo riguarda il genere, il terzo la provenienza geografica, il quarto l'anzianità anagrafica e il quinto l'anzianità professionale.

Grafico 1: numero di soggetti rispondenti mese per mese alle domande del questionario Real Trend (settembre 2012- giugno 2015).

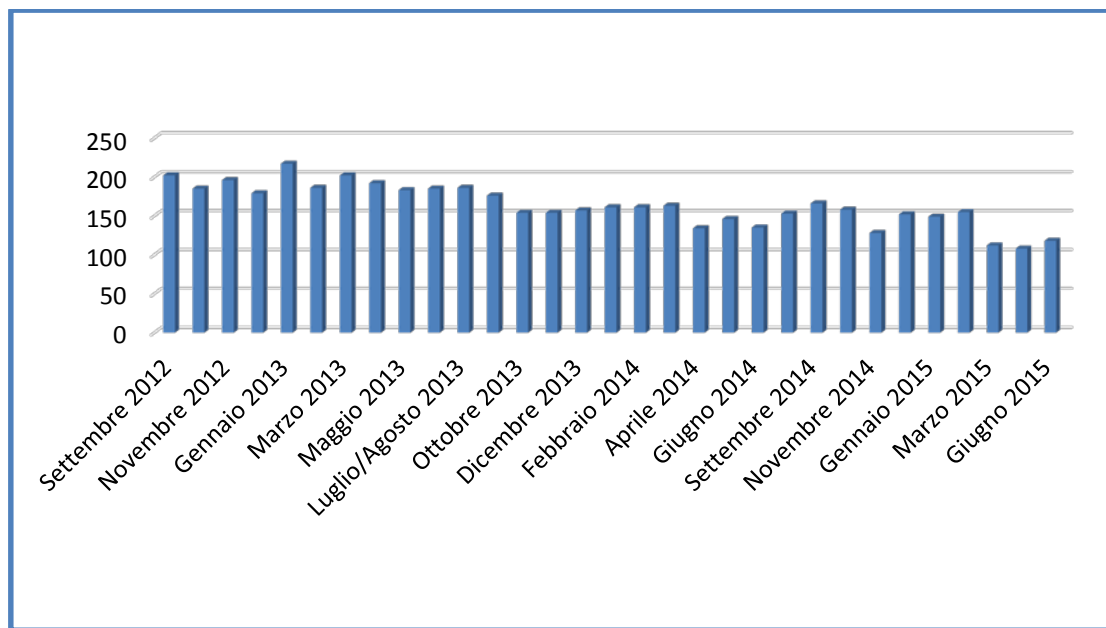


Grafico 2: distribuzione del genere nel corso della rilevazione Real Trend, in percentuale.

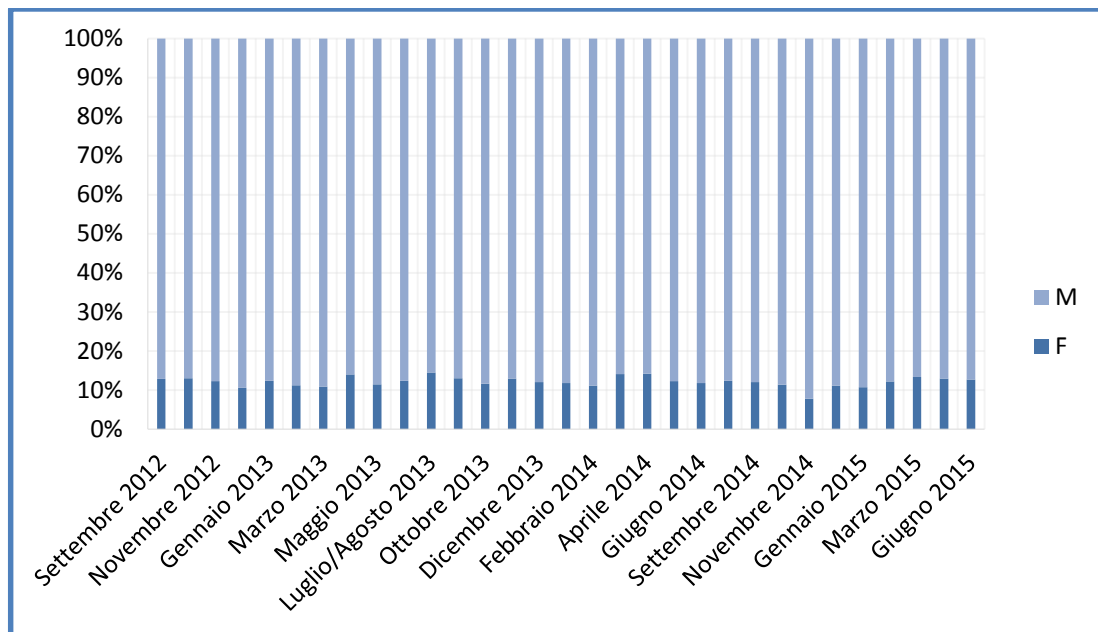


Grafico 3: distribuzione della provenienza geografica nel corso della rilevazione Real Trend, in percentuale.

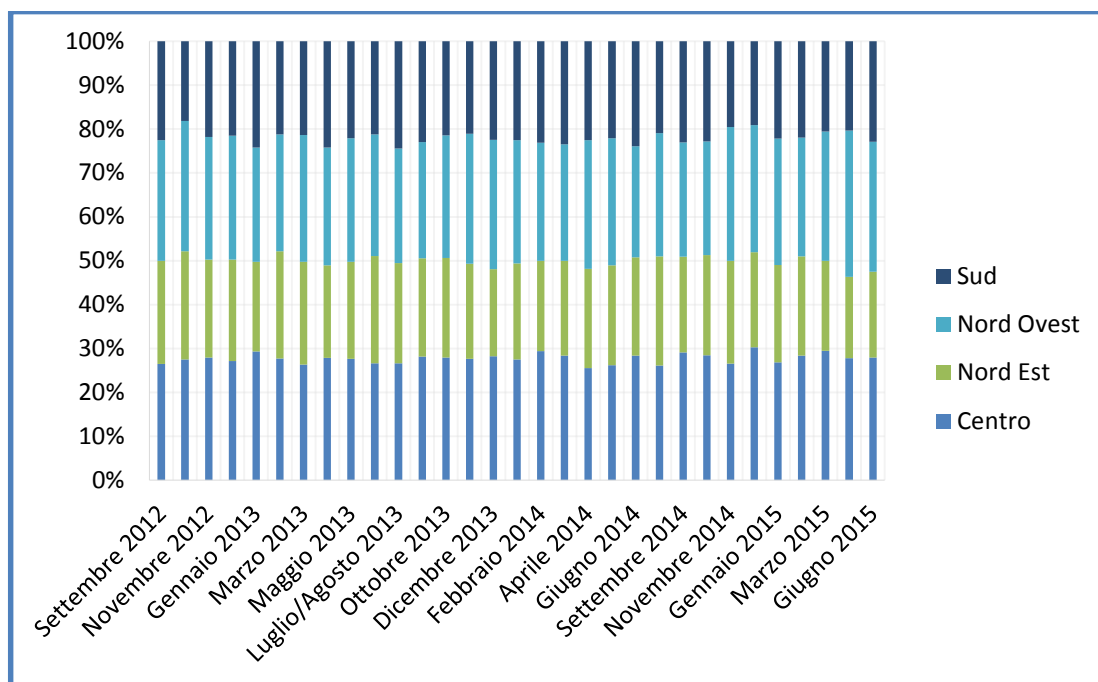


Grafico 4: distribuzione dell'anzianità anagrafica nel corso della rilevazione Real Trend, in percentuale.

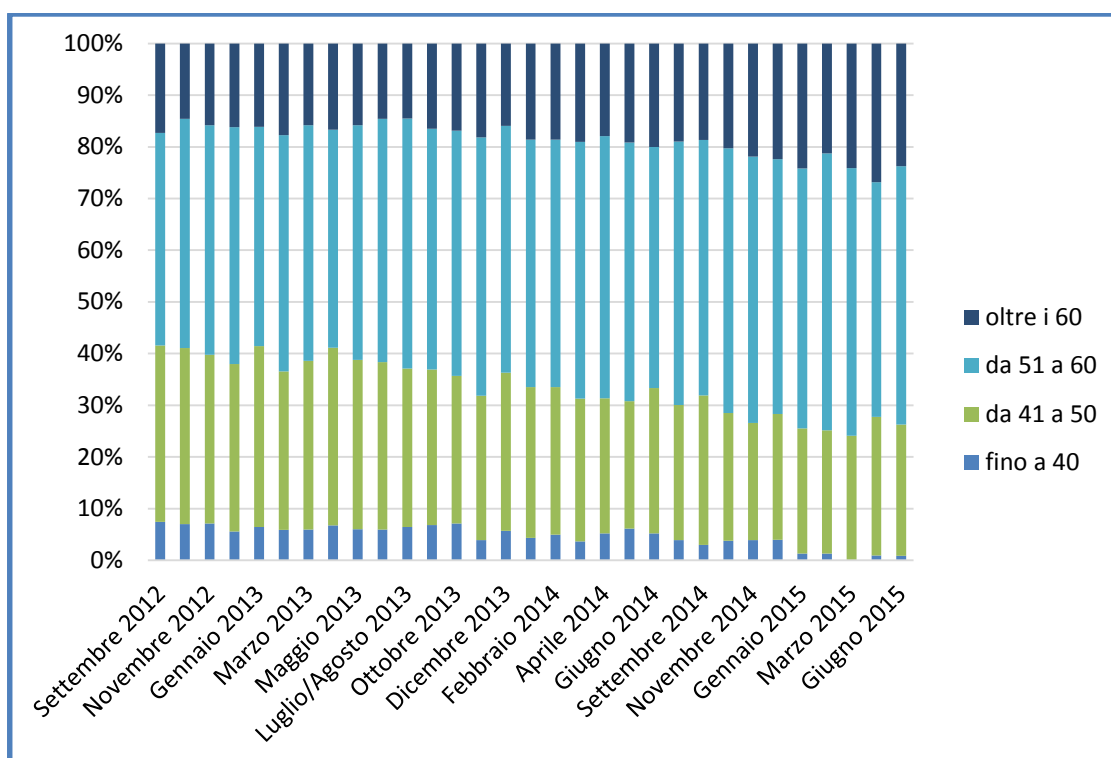
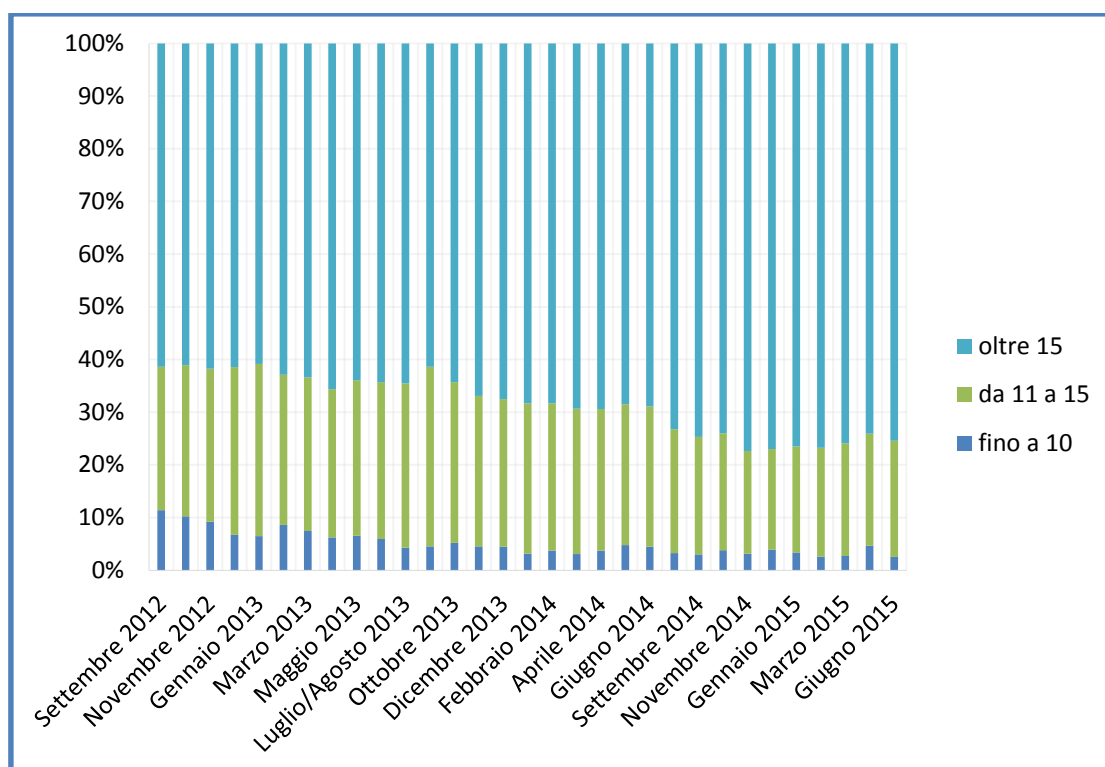


Grafico 5: distribuzione dell'anzianità professionale nel corso della rilevazione Real Trend, in percentuale.



In linee generali la popolazione di promotori finanziari su cui sono state condotte le analisi di seguito illustrate può essere così descritta: è costituita per la maggior parte da promotori finanziari maschi, provenienti prevalentemente dalle regioni del nord Italia, con un'età anagrafica particolarmente elevata, compresa tra i 50 e i 60 anni, e con un'esperienza lavorativa che supera i 15 anni.

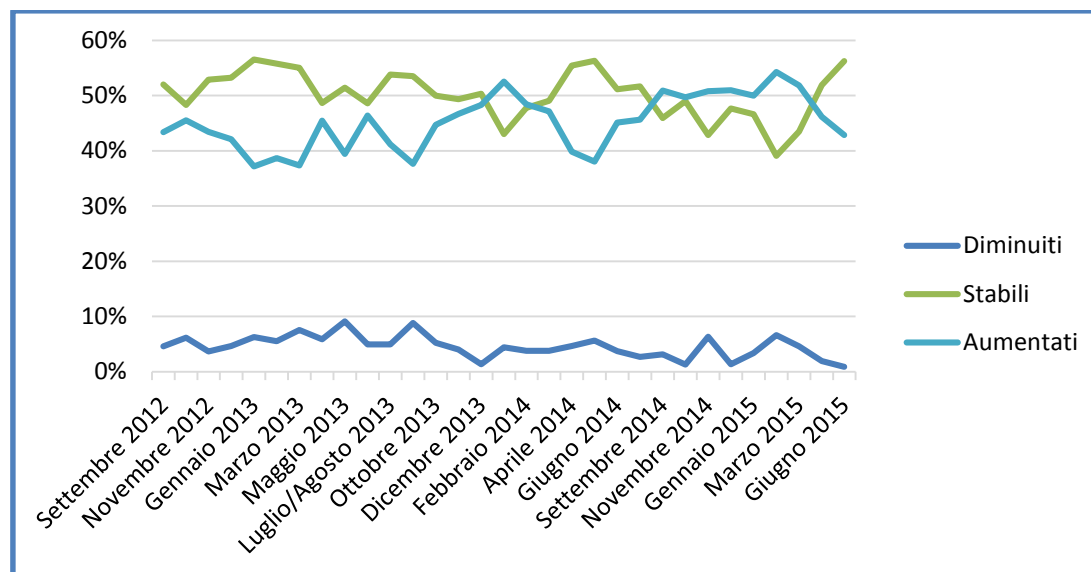
Più in particolare, rispetto alle singole variabili sociodemografiche, si può dire che:

- Genere. Il genere rimane costante nel corso degli anni, con una significativa prevalenza degli uomini rispetto alle donne. In media gli uomini sono l'87,78% dei rispondenti mentre le donne sono in media il 12,22%;
- Provenienza geografica. Come per il genere anche la provenienza geografica rimane abbastanza costante con la netta prevalenza del nord rispetto al centro e al sud. In media possiamo vedere che il 50,25% del campione proviene dal nord, contro il 27,71% del centro e il 22,04% del sud;
- Età anagrafica. Da un lato si nota come ovviamente nell'arco degli anni la fascia di età più elevata aumenti e diminuisca quella di età più bassa per una normale fisiologia del campione. In media possiamo vedere che il 65,66% del campione ha una età superiore ai 50 anni mentre solo 34,34% ha una età inferiore ai 50;
- Anzianità professionale. Lo stesso discorso fatto per l'anzianità anagrafica può essere fatto anche per quella professionale. In media quindi vediamo che il 67,64% del campione lavora come promotore finanziario da più di 15 anni mentre solo il 32,36% lavora da meno.

E' interessante riportare anche i dati relativi ad alcune specifiche variabili professionali quali il numero complessivo dei clienti, l'esclusività o meno del promotore finanziario nei confronti del proprio cliente, la percentuale di ricchezza gestita, la raccolta netta mensile e il guadagno (vedi grafici dal 6 al 10).

Come si potrà vedere nei commenti, non tutte risultano particolarmente significative ma si possono comunque considerare delle indicazioni interessanti, che meritano un approfondimento.

Grafico 6: andamento delle risposte alla domanda n. 6, "Nell'ultimo mese il numero complessivo dei tuoi clienti è..."
in percentuale.



Si vede dal grafico come le tre voci abbiano un andamento abbastanza costante nel corso delle rilevazioni. Si possono notare però dei picchi in corrispondenza di alcuni mesi specifici.

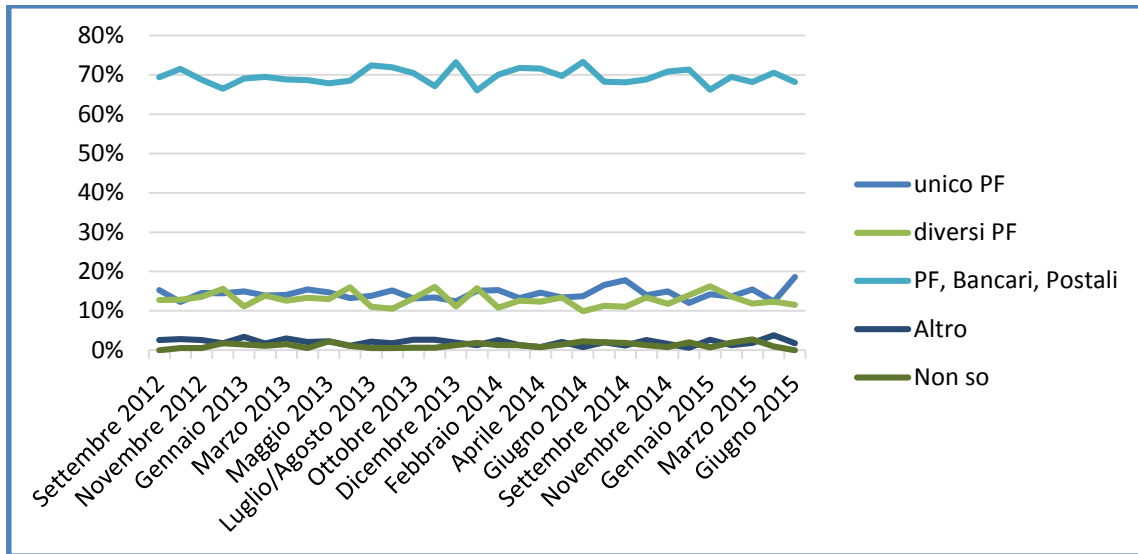
I promotori finanziari che dichiarano che i loro clienti sono diminuiti rappresentano una percentuale minima con un andamento abbastanza costante che si mantiene sempre sotto al 10%. Il picco più alto di diminuzione dei clienti si verifica nei mesi di maggio e settembre 2013.

I promotori finanziari che dichiarano un aumento o una stabilità del numero di clienti hanno entrambi un andamento piuttosto altalenante, ma pressoché speculare l'uno rispetto all'altro, che si attesta tra il 40% e il 60% circa della popolazione.

Più in dettaglio il numero di coloro che dichiara un aumento va da un minimo del 37,20% di gennaio, marzo (37,37%) e settembre 2013 (37,65%) e maggio 2014 (38,03%) a un massimo del 54,30% a febbraio 2015.

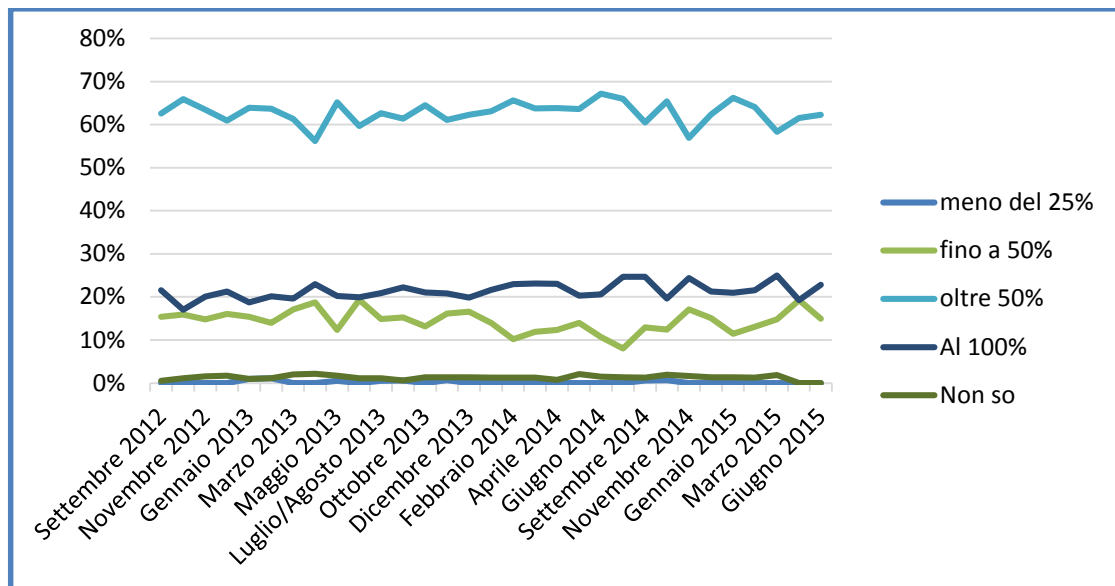
Al contrario il numero di coloro che dichiara una stabilità nel numero dei propri clienti raggiunge il picco minimo nel febbraio 2015 (39,07%) e quello massimo nel maggio 2014 (56,34%).

Grafico 7: andamento delle risposte alla domanda n. 7, "Per i tuoi clienti rappresenti l'unico riferimento per le scelte di investimento?" in percentuale.



Dal grafico si nota che la maggior parte dei promotori finanziari (in media attorno al 70%) dichiara che i propri clienti utilizzano anche altre figure di riferimento che sono quelle bancarie e postali. Inoltre si nota come il numero sia di quelli che dichiarano di essere l'unico promotore finanziario, sia di quelli che dichiarano di essere uno tra diversi promotori finanziari sia sempre pressoché costante e si attesti intorno al 15%.

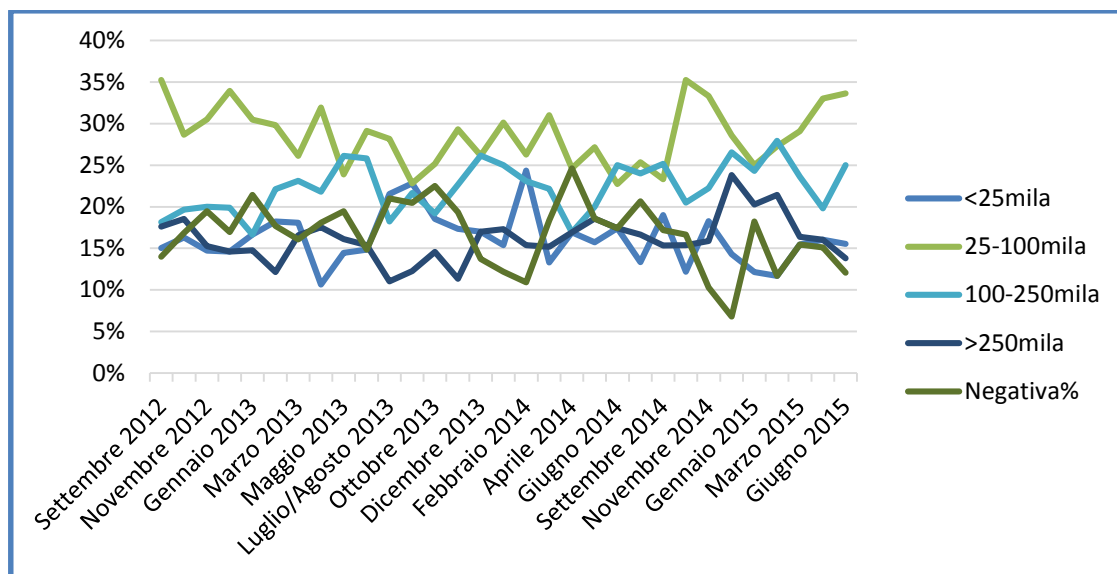
Grafico 8: andamento delle risposte alla domanda n. 8, "Quale percentuale di ricchezza dei tuoi clienti gestisci?" in percentuale.



La maggior parte dei promotori finanziari (dal 60 al 70%) dichiara di gestire oltre il 50% della ricchezza dei propri clienti, solo il 20% dichiara di gestire la totalità della ricchezza mentre poco più del 10% dichiara di gestirne fino al 50%.

Anche qui le percentuali hanno un andamento pressoché costante nel tempo.

Grafico 9: andamento delle risposte alla domanda n. 9, "La tua raccolta netta conseguita nell'ultimo mese è stata:"
in percentuale.



L'andamento della raccolta netta mensile, a differenza delle precedenti variabili, ha un andamento piuttosto articolato e discontinuo nel tempo.

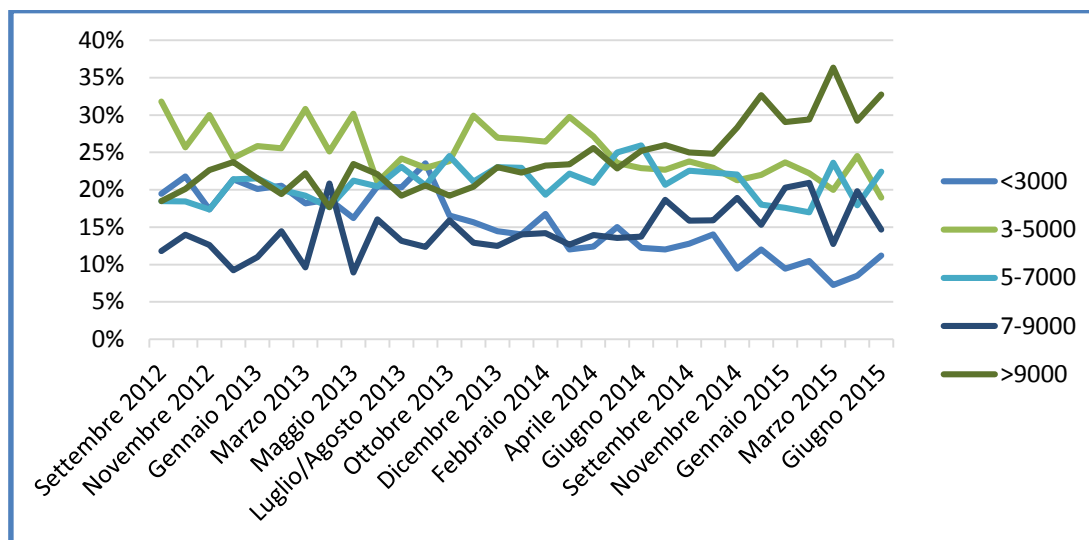
La maggior parte dei promotori finanziari dichiara di gestire una raccolta mensile tra 25.000 e 100.000 euro, con due picchi particolarmente rilevanti, a settembre 2012 (35,23%) e a ottobre 2014 (35,26%).

Anche chi dichiara una raccolta negativa ha un andamento molto altalenante con due picchi significativi ad aprile 2014 (24,62%) e dicembre 2014 (6,80%).

Il numero di coloro che dichiarano tra i 100.000 e i 250.000 euro, pur avendo un andamento discontinuo, mostra però una modesta tendenza alla crescita.

Allo stesso modo si nota un andamento tendenzialmente in crescita dei promotori finanziari che dichiarano una raccolta mensile superiore ai 250.000 euro.

Grafico 10: andamento delle risposte alla domanda n. 10, "Quanto pensi di aver guadagnato nell'ultimo mese (provvigioni di sottoscrizione più management fee)" in percentuale.



A prima vista si nota una crescita significativa nel numero di promotori finanziari che dichiarano di guadagnare più di 9.000 euro al mese, infatti si passa da meno del 20% a più del 35%.

Al contrario si nota un calo altrettanto significativo dei promotori finanziari che dichiarano di guadagnare meno di 3000 euro al mese che passa dal 20% a poco più del 5% a marzo 2015.

Mostrano invece un andamento costante chi guadagna tra i 5.000 e i 7.000 euro e un leggero calo di chi guadagna tra i 3.000 e i 5.000 euro.

2.3 Questionario.

Lo strumento utilizzato per la raccolta dei dati è il questionario che Anasf invia mensilmente al panel precedentemente descritto, via e-mail.

Di questo questionario sono state prese in considerazione, per ovvi motivi, solo le dieci domande fisse e non le tre che variano mensilmente; tra queste dieci domande fisse sono state scelte quelle che riguardano gli aspetti più strettamente professionali, in particolare i seguenti temi: aumento o diminuzione del numero dei clienti, esclusività del promotore finanziario nei confronti dei clienti, percentuale di ricchezza dei clienti gestita dal promotore finanziario, raccolta netta del promotore finanziario e guadagno mensile.

A queste sono state aggiunte le tre domande di carattere psicologico, sulle quali è basata la presente ricerca esplorativa. Esse sono contenute nella sezione finale del questionario, denominata “Indagine Riservata” e prevedono una risposta su scala Likert (1-7):

- In media, che voto daresti (da 1 a 7) alla gravosità del rapporto coi tuoi clienti nell'ultimo mese? (1: Massima pesantezza, la fatica del rapporto col cliente è diventata insopportabile, 4: Normale impegno, livello di fatica normale e accettabile, 7: Massima leggerezza, il rapporto col cliente è fonte di continue gratificazioni);
- Sulla base dell'esame oggettivo della situazione dell'ultimo mese, in media, che voto daresti (da 1 a 7) alla tua fiducia sul futuro dell'economia/finanza e del tuo lavoro? (1: Nessuna fiducia, vedo nerissimo, 4: Non sono né ottimista né pessimista, 7: Massima fiducia, vedo un futuro splendido);
- In media, che voto daresti (da 1 a 7) alla propensione al rischio dei tuoi clienti nell'ultimo mese? (1: Nulla, sono completamente paralizzati dal pericolo di perdite, 4: Intermedia, 7: Massima, sono disposti a correre rischi irrazionali per un piccolo guadagno aggiuntivo).

Nella prima domanda si verifica la gravosità, o viceversa la leggerezza, del rapporto con il cliente. Abbiamo visto, nel corso della tesi, quale ruolo basilare abbia il tipo di rapporto che si instaura tra il promotore finanziario e i suoi clienti al fine di una buona riuscita della consulenza: si tratta di una relazione complessa, che va oltre la mera elaborazione di informazioni e richiede una dose elevata di empatia. Essa si basa su fiducia, reciprocità e collaborazione e deve trasformarsi in un rapporto di alleanza da cui entrambi possano trarre benefici. In questa domanda la qualità del rapporto con il cliente viene esaminata su due versanti: da un lato, valori minimi sono associati alla percezione, da parte del promotore finanziario, di una forte gravosità, dall'altro, valori più alti definiscono un rapporto caratterizzato da maggiore leggerezza.

Nella seconda domanda si verifica il grado di fiducia espresso dal promotore finanziario verso i mercati finanziari. La fiducia è considerata l'elemento essenziale dei mercati finanziari: una maggiore o minore fiducia porta gli operatori a investire o a ritirarsi dai mercati finanziari, influenzando in modo positivo o negativo sull'andamento di questi ultimi. Questo costrutto dipende da moltissimi elementi ed è caratterizzato da un'alta complessità, come illustrato nel corso della tesi, ma rimane l'elemento basilare che regge il sistema finanziario.

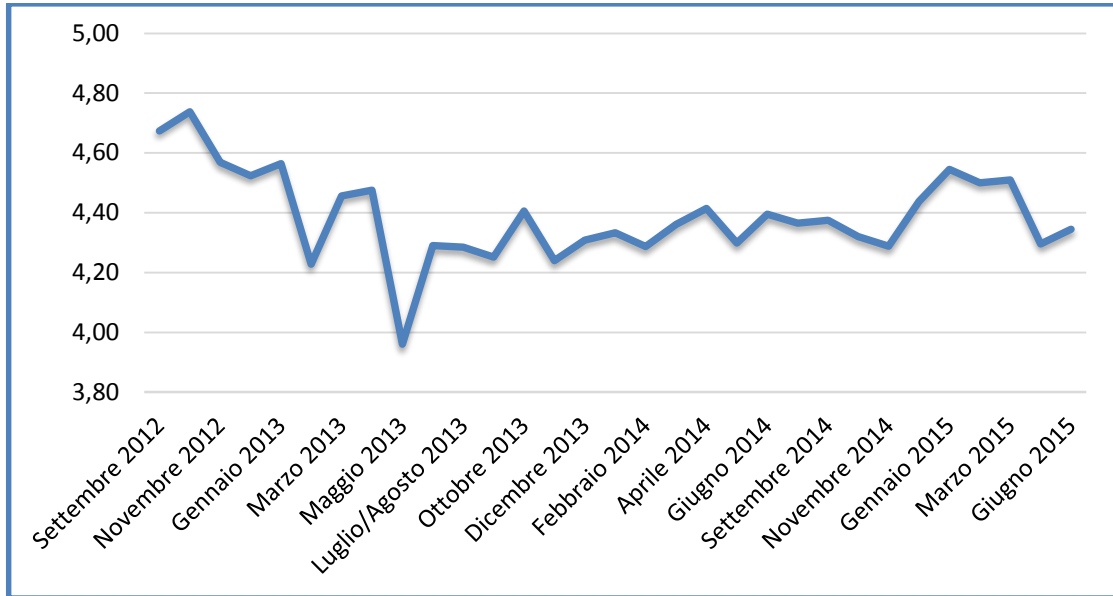
Nella terza domanda si verifica la propensione al rischio da parte del cliente. La propensione al rischio è uno dei fenomeni studiati da Kahneman e Tversky nell'ambito della Prospect Theory (1979), che può essere così sintetizzato: le persone sono più propense a rischiare nel momento in cui si trovano in condizioni di perdita, mentre, al contrario, mostrano un'avversione al rischio se sono in condizioni di guadagno. Si tratta di una propensione molto diffusa tra gli operatori dei mercati finanziari e quindi, di fondamentale importanza al fine di spiegarne il comportamento.

2.4 Risultati e commento.

Le serie temporali nel periodo settembre 2012 - giugno 2015 dei dati relativi alla ricerca Anasf-Real Trend consentono, nonostante le doverose riserve metodologiche, alcune riflessioni di medio termine, anche se va ribadita la grande cautela nel trarre conclusioni e si rimanda a studi successivi per eventuali approfondimenti. I grafici seguenti dall'11 al 14 mostrano l'andamento delle tre variabili psicologiche sia prese singolarmente che raffrontate tra loro, mentre i grafici dal 15 al 29 mostrano l'andamento di ogni singola variabile psicologica in relazione alle variabili professionali ritenute più significative ossia quelle riportate nell'illustrazione del campione (grafici dal 6 al 10). I commenti sulla valenza di tali relazioni sono oggetto di un unico commento finale.

Grafico 11: Gravosità (qualità) del rapporto col cliente (media).

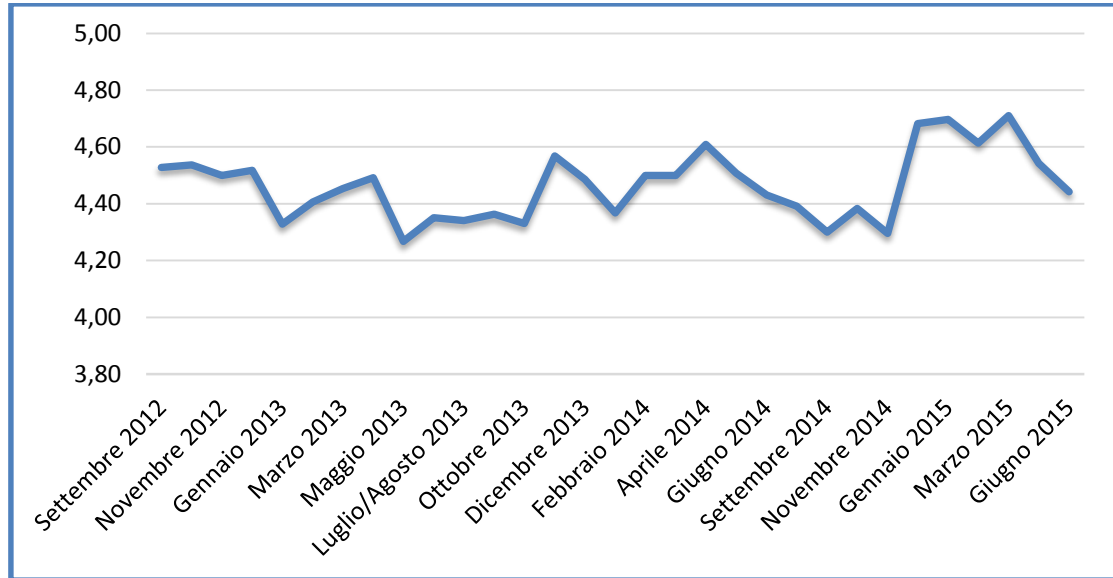
In media, che voto daresti (da 1 a 7) alla gravosità del rapporto coi tuoi clienti nell'ultimo mese? (da 1, “massima pesantezza, la fatica del rapporto col cliente è diventata insopportabile”, a 7, “massima leggerezza, il rapporto col cliente è fonte di continue gratificazioni”).



Il grafico 11 mostra l'andamento della variabile definibile “Gravosità del rapporto”, che indaga la qualità della relazione che il promotore finanziario instaura con il proprio cliente. La media complessiva è pari a 4,34. È possibile osservare un andamento della gravosità che è andato stabilizzandosi nel tempo su un livello medio, dopo i due picchi, di segno opposto, di ottobre 2012 e maggio 2013. La massima gravosità è stata raggiunta a maggio 2013 ($m = 3,94$), mentre la massima leggerezza, dopo l'apice iniziale dell'ottobre 2012 ($m = 4,74$) è stata di nuovo raggiunta nel gennaio 2015 ($m = 4,54$) prima della brusca caduta del maggio 2015 ($m = 4,30$).

Grafico 12: Fiducia sul futuro dell'economia (medie).

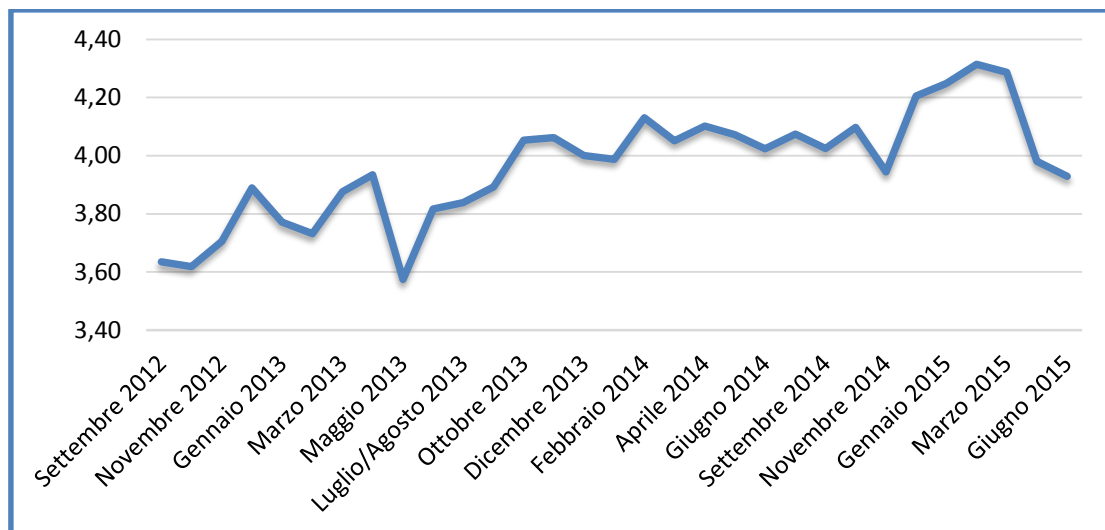
Sulla base dell'esame oggettivo della situazione dell'ultimo mese, in media, che voto daresti (da 1 a 7) alla tua fiducia sul futuro dell'economia/finanza e del tuo lavoro? (da 1, "nessuna fiducia, vedo nerissimo", a 7, "massima fiducia, vedo un futuro splendido").



Il grafico 12 riguarda la variabile "Fiducia", che esplora l'atteggiamento più o meno ottimista del promotore finanziario circa il futuro dell'economia, della finanza e della sua stessa professione. Anche in questo caso è possibile osservare una concentrazione delle risposte sui valori centrali, con una media complessiva pari a 4,38. La fiducia appare abbastanza altalenante nel lungo periodo, probabilmente seguendo l'andamento del mercato finanziario. La maggior fiducia è stata raggiunta a marzo 2015 ($m = 4,71$) mentre il livello più basso a maggio 2013 ($m = 4,27$). Nell'ultima parte del periodo considerato la fiducia sembra attestarsi su un livello abbastanza alto fino alla brusca caduta di maggio e giugno 2015.

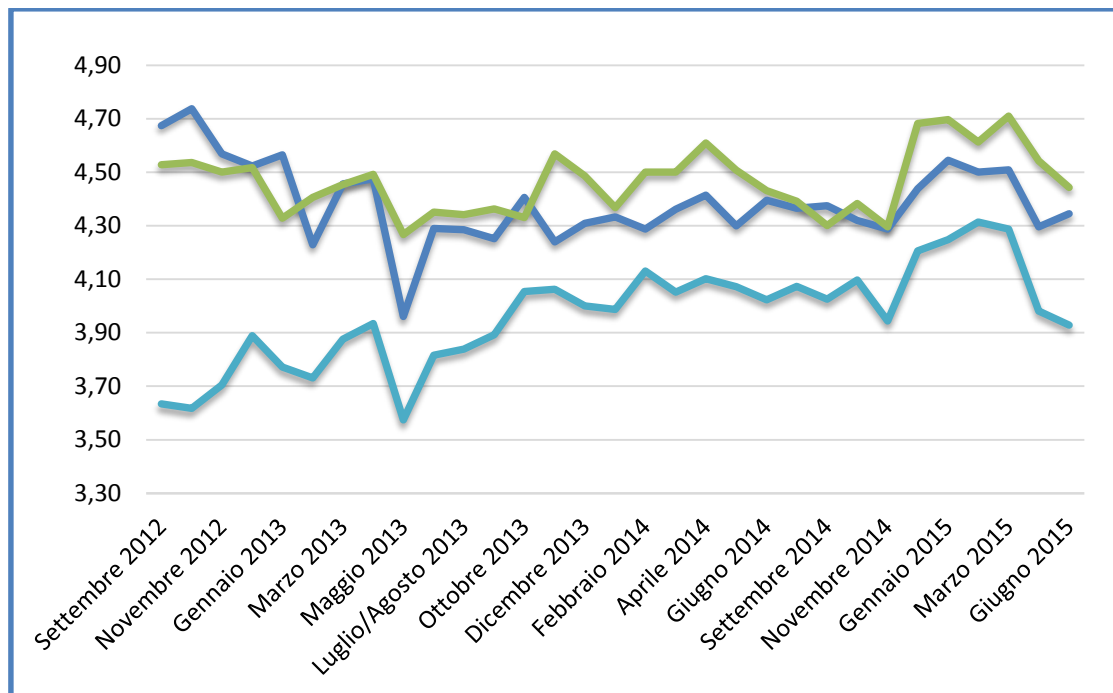
Grafico 13: Propensione al rischio del cliente (media).

In media, che voto daresti (da 1 a 7) alla propensione al rischio dei tuoi clienti nell'ultimo mese? (da 1, “nulla, sono completamente paralizzati dal pericolo di perdite”, a 7, “massima, sono disposti a correre rischi irrazionali per un piccolo guadagno aggiuntivo”).



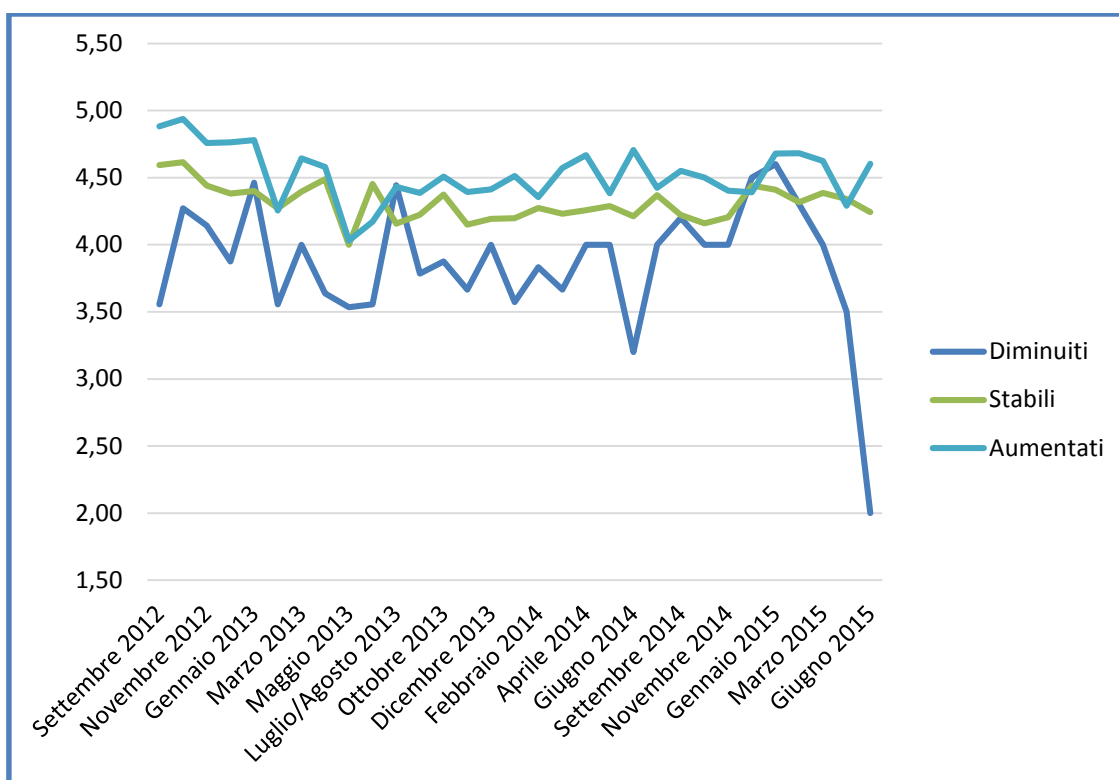
Il grafico 13 rappresenta l'evoluzione della variabile “Propensione al rischio percepita”, relativa all'orientamento degli investitori in condizioni di vincita e di perdita. È possibile cogliere un andamento crescente nella media delle risposte, che indica un incremento della propensione al rischio del cliente con il passare del tempo. La media globale è 3,95. Il livello più basso è stato raggiunto nel maggio 2013 ($m = 3,57$), poi la propensione al rischio è andata sempre più aumentando fino ad arrivare al livello massimo nel febbraio 2015 ($m = 4,31$). Infine però vi è stato un crollo nel maggio e giugno 2015.

Grafico 14: vista complessiva dell'andamento delle tre variabili psicologiche (blu qualità, verde fiducia, azzurro rischio).



Inserendo in uno stesso grafico gli andamenti delle tre variabili psicologiche si ottiene il grafico 14. L'evoluzione temporale delle risposte alle tre domande si rivela simile, in particolare i punteggi relativi a "Gravosità del rapporto" e "Fiducia" tendono a sovrapporsi, mentre quelli relativi alla "Propensione al rischio percepita" risultano inferiori rispetto a quelli delle prime due variabili. In particolare è possibile individuare punteggi elevati per la gravosità e la fiducia, nei primi mesi del periodo considerato, un brusco calo a maggio 2013 e una successiva ripresa nei mesi seguenti, fino a raggiungere i valori più alti a marzo 2015, seguiti abbastanza da vicino, almeno nell'ultima parte del periodo, dalla propensione al rischio. A fine periodo tutti e tre tornano a scendere.

Grafico 15: andamento della qualità del rapporto con il cliente (media) rispetto al numero dei clienti.



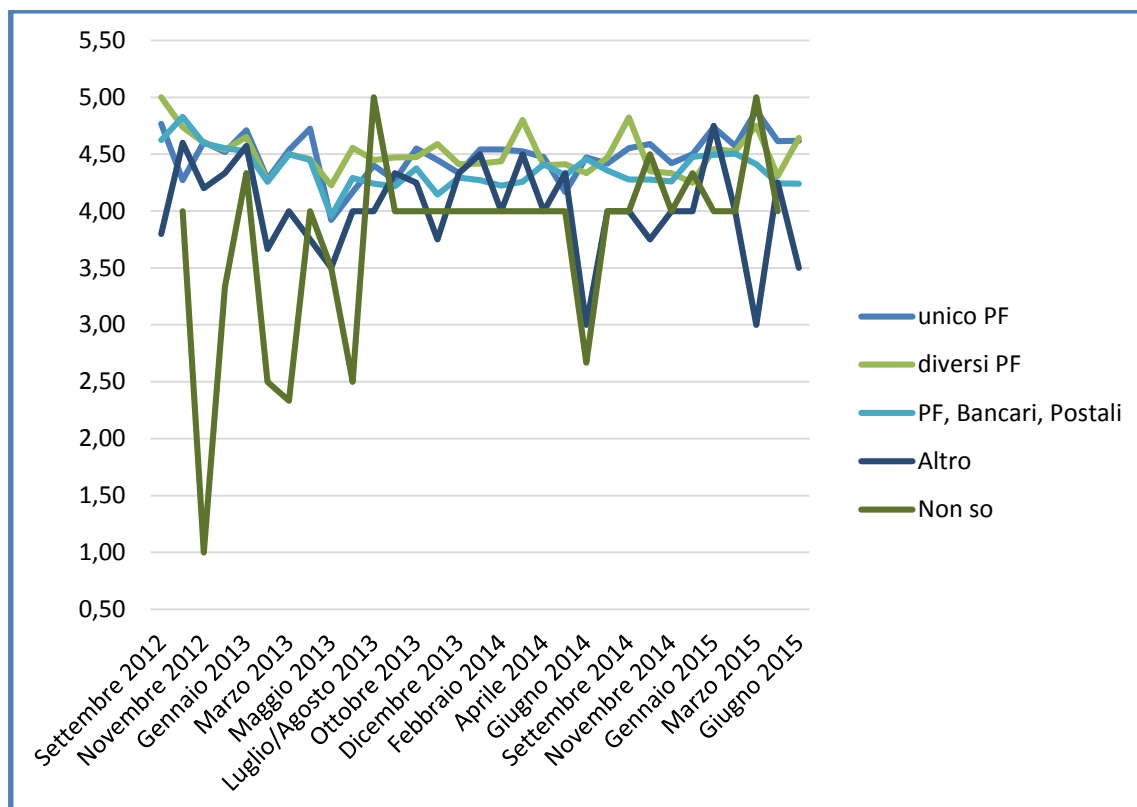
Questo grafico mostra l'andamento mensile della soddisfazione professionale dei promotori finanziari in relazione al numero dei clienti.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Diminuiti</i>	<i>Stabili</i>	<i>Aumentati</i>
3,91	4,32	4,53

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 16: andamento della qualità del rapporto con il cliente (media) rispetto all'esclusività del promotore finanziario per i propri clienti.



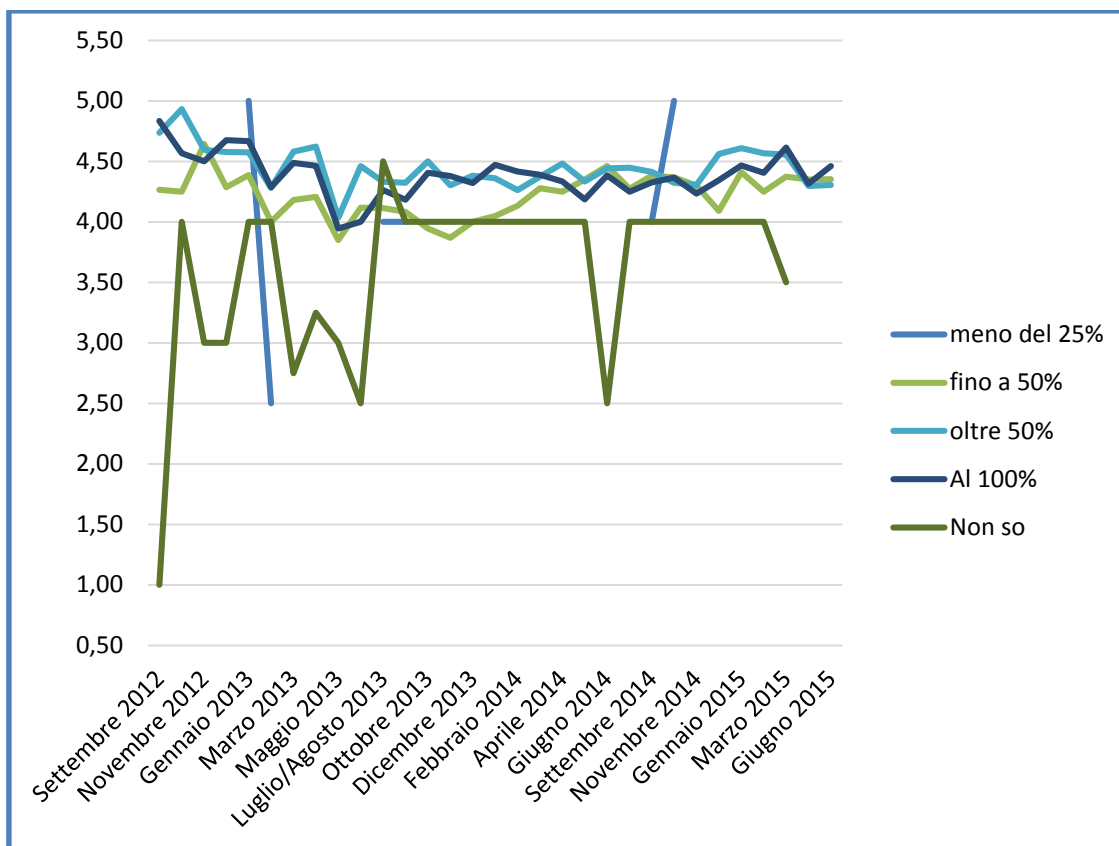
Questo grafico mostra l'andamento mensile della soddisfazione professionale dei promotori finanziari in relazione all'esclusività o meno verso i propri clienti.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Unico PF</i>	<i>Diversi PF</i>	<i>PF, Bancari, Postali</i>	<i>Altro</i>	<i>Non so</i>
4,49	4,51	4,37	4,08	3,75

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 17: andamento della qualità del rapporto con il cliente (media) rispetto alla percentuale di ricchezza del cliente gestita.



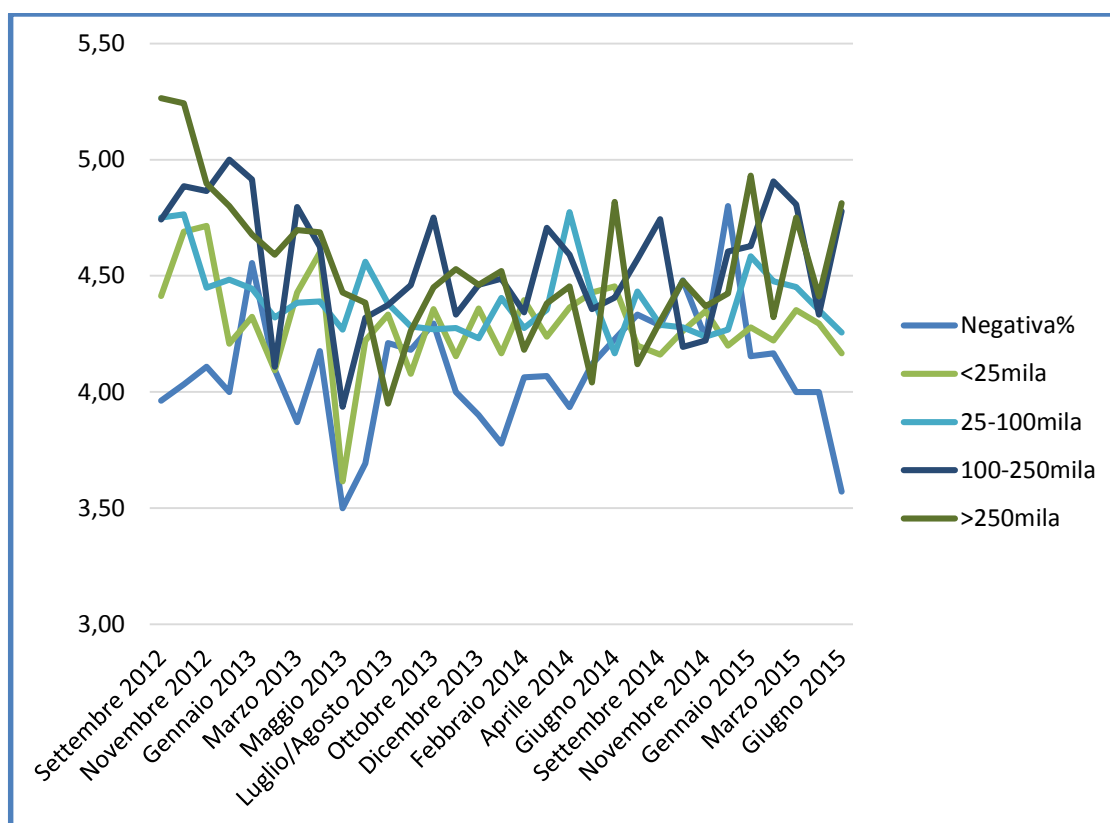
Questo grafico mostra l'andamento mensile della soddisfazione professionale dei promotori finanziari in relazione alla ricchezza gestita.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Meno del 25%</i>	<i>Fino a 50%</i>	<i>Oltre 50%</i>	<i>Al 100%</i>	<i>Non so</i>
3,70	4,22	4,46	4,39	3,59

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 18: andamento della qualità del rapporto con il cliente (media) rispetto alla raccolta mensile netta.



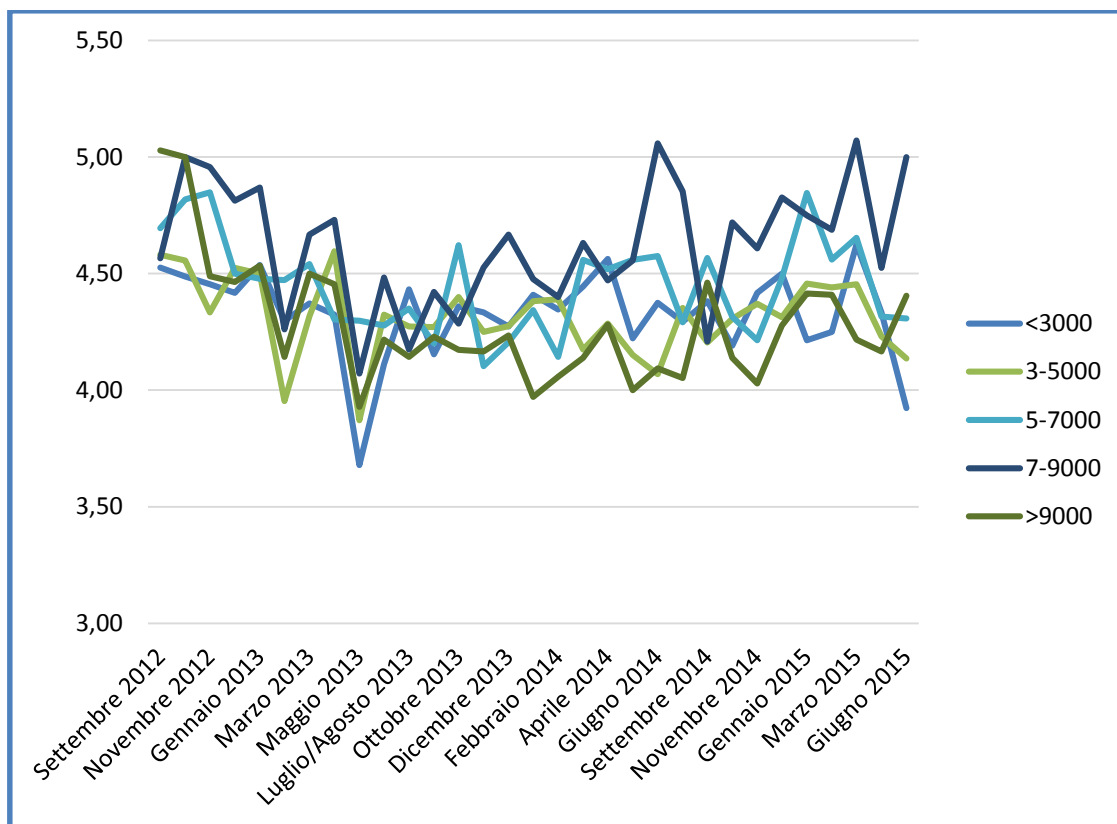
Questo grafico mostra l'andamento mensile della soddisfazione professionale dei promotori finanziari in relazione alla raccolta netta mensile.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Negativa</i>	<i><25.000</i>	<i>25-100.000</i>	<i>100-250.000</i>	<i>>250.000</i>
4,10	4,30	4,41	4,56	4,56

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 19: andamento della qualità del rapporto con il cliente (media) rispetto al guadagno mensile del promotore finanziario.



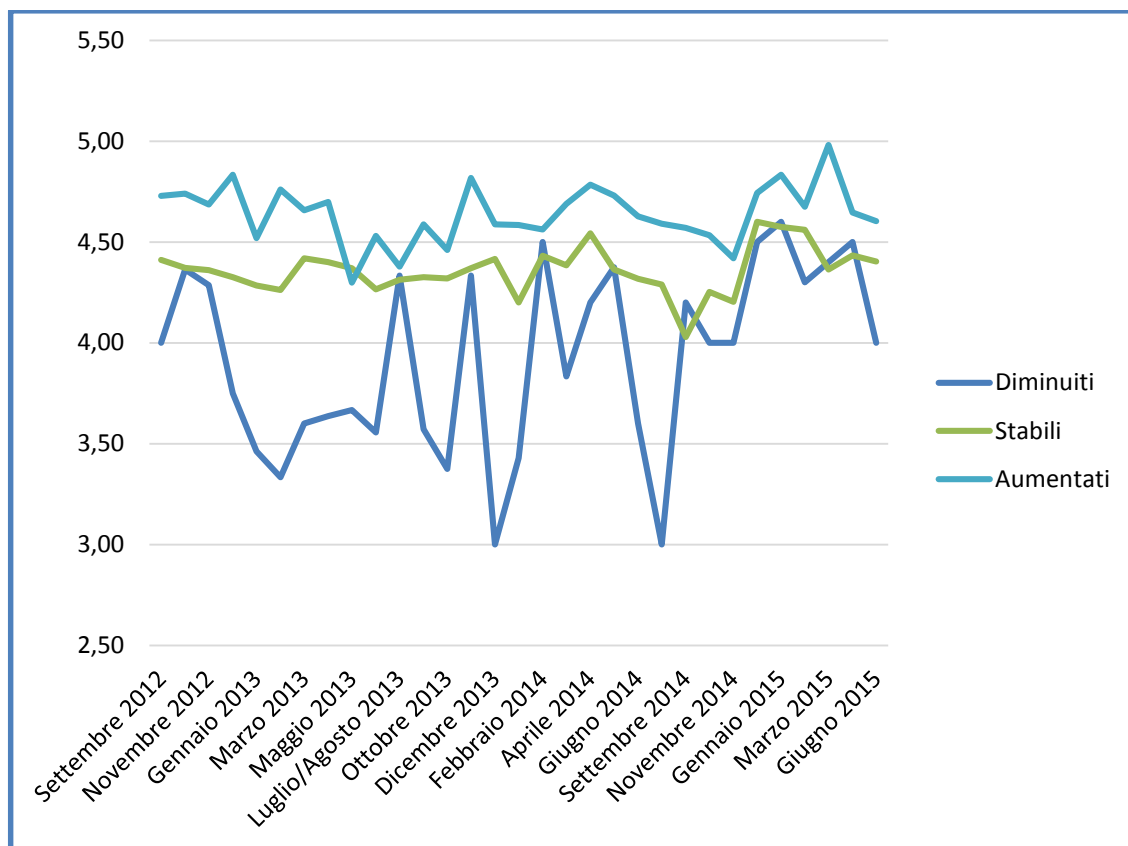
Questo grafico mostra l'andamento mensile della soddisfazione professionale dei promotori finanziari in relazione al guadagno mensile.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<3.000	3-5.000	5-7.000	7-9.000	>9.000
4,33	4,32	4,45	4,63	4,29

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 20: andamento della fiducia nel futuro da parte del promotore finanziario (media) rispetto al numero dei clienti.



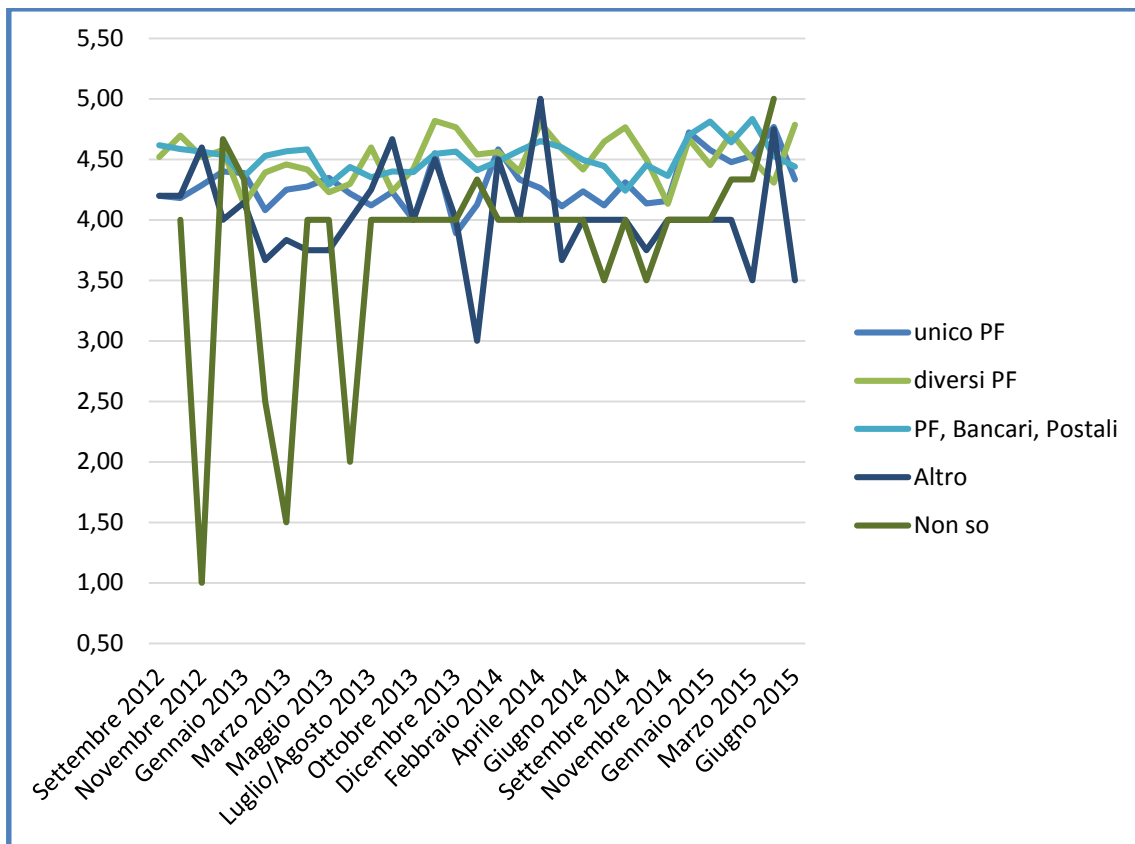
Questo grafico mostra l'andamento mensile della fiducia nel futuro da parte dei promotori finanziari in relazione al numero dei clienti.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Diminuiti</i>	<i>Stabili</i>	<i>Aumentati</i>
3,87	4,36	4,64

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 21: andamento della fiducia nel futuro da parte del promotore finanziario (media) rispetto all'esclusività del promotore finanziario per i propri clienti.



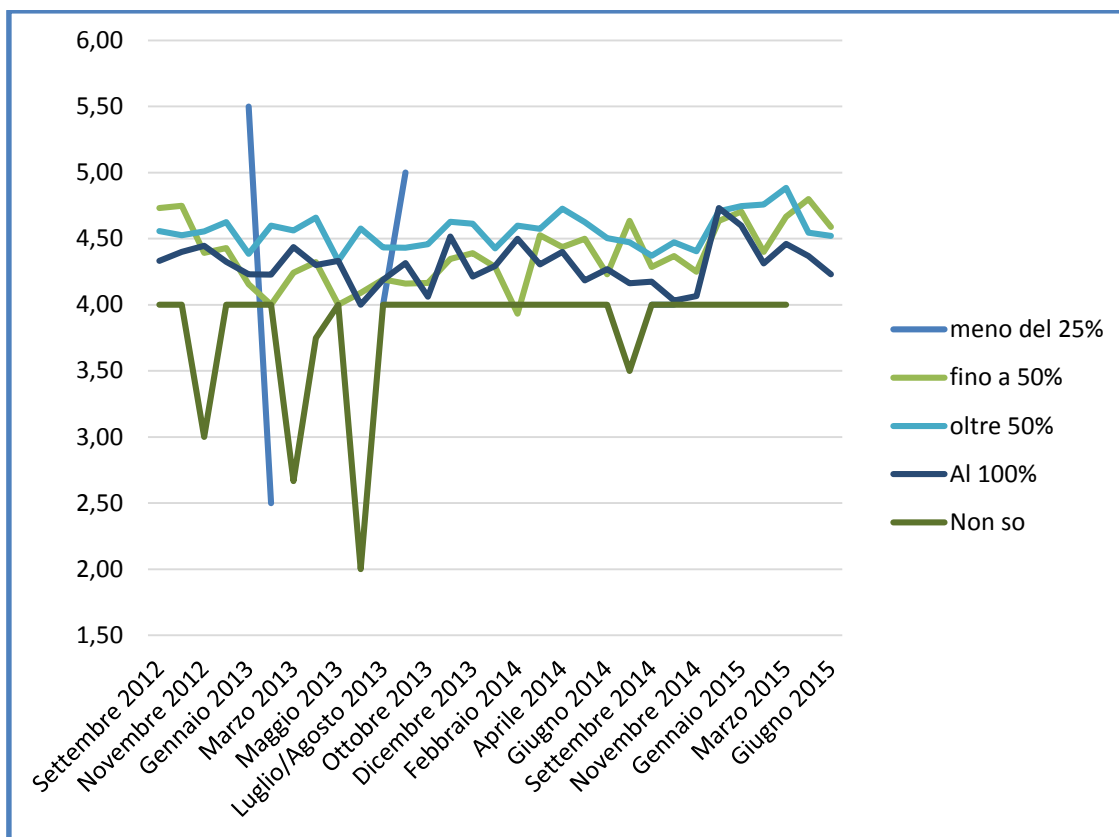
Questo grafico mostra l'andamento mensile della fiducia dei promotori finanziari in relazione all'esclusività o meno verso i propri clienti.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Unico PF</i>	<i>Diversi PF</i>	<i>PF, Bancari, Postali</i>	<i>Altro</i>	<i>Non so</i>
4,29	4,51	4,51	4,07	3,82

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 22: andamento della fiducia nel futuro da parte del promotore finanziario (media) rispetto alla percentuale di ricchezza del cliente gestita.



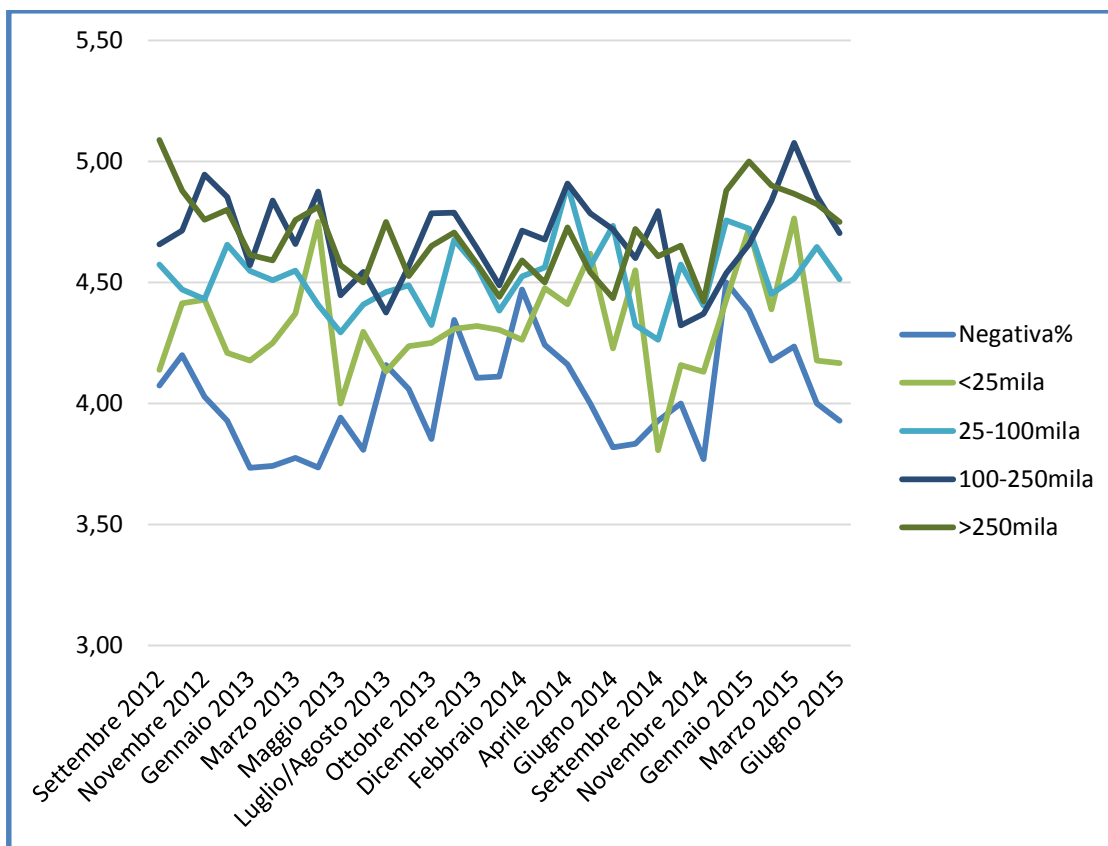
Questo grafico mostra l'andamento mensile della fiducia dei promotori finanziari in relazione alla ricchezza gestita.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Meno del 25%</i>	<i>Fino a 50%</i>	<i>Oltre 50%</i>	<i>Al 100%</i>	<i>Non so</i>
3,80	4,36	4,55	4,30	3,79

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 23: andamento della fiducia nel futuro da parte del promotore finanziario (media) rispetto alla raccolta mensile netta.



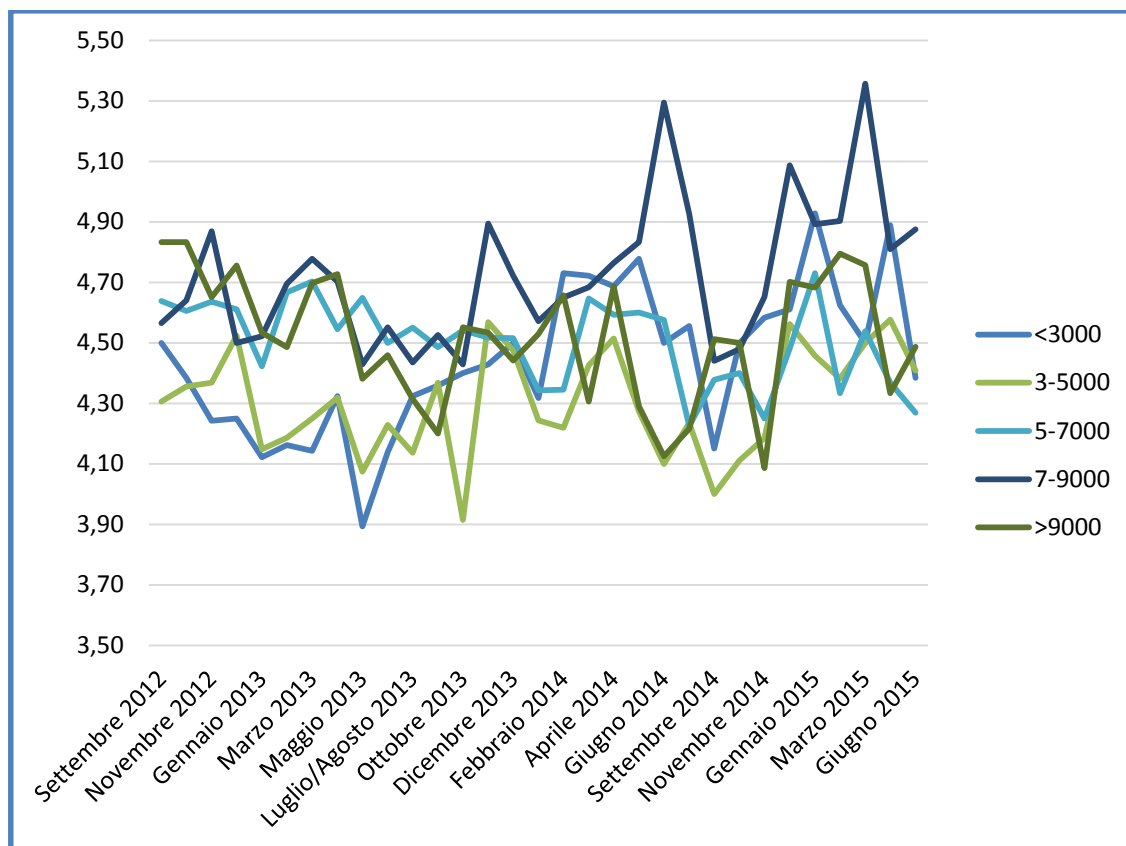
Questo grafico mostra l'andamento mensile della fiducia dei promotori finanziari in relazione alla raccolta netta mensile.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Negativa</i>	<i><25.000</i>	<i>25-100.000</i>	<i>100-250.000</i>	<i>>250.000</i>
4,01	4,30	4,52	4,68	4,71

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 24: andamento della fiducia nel futuro da parte del promotore finanziario (media) rispetto al guadagno mensile netto.



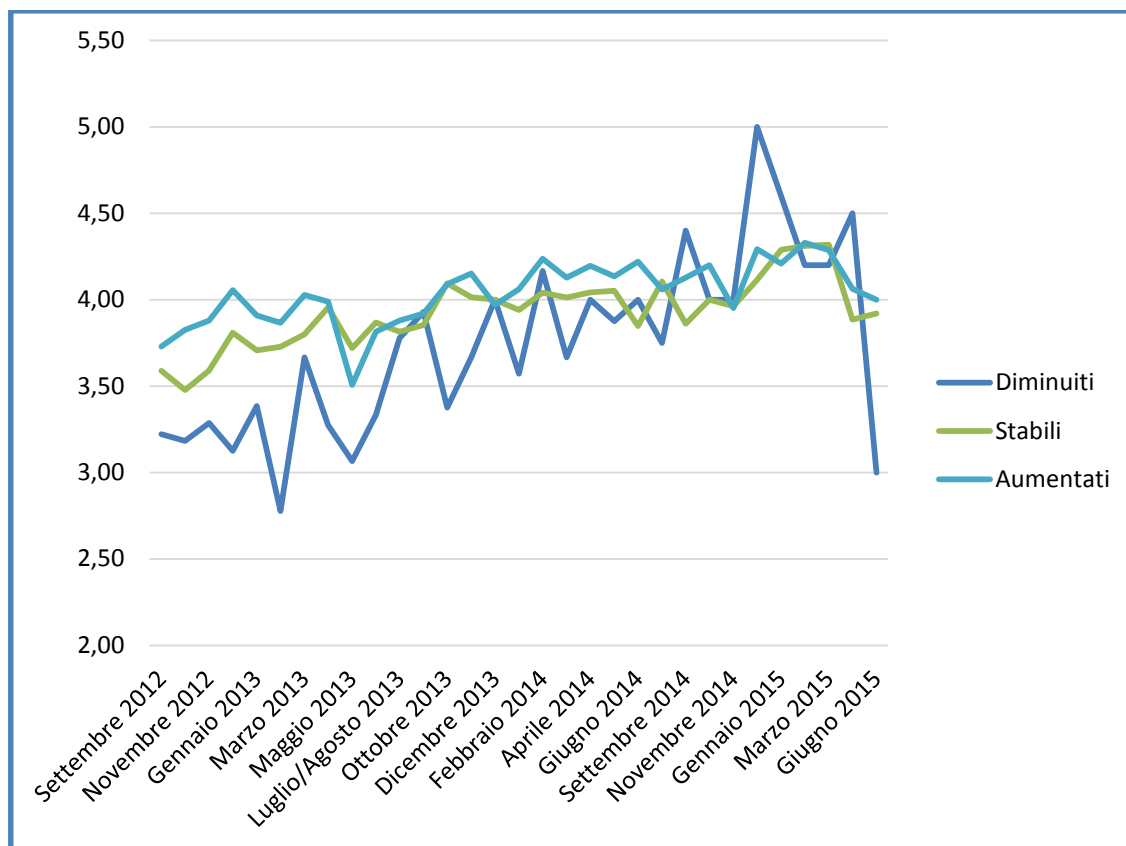
Questo grafico mostra l'andamento mensile della fiducia dei promotori finanziari in relazione al guadagno mensile.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<3.000	3-5.000	5-7.000	7-9.000	>9.000
4,38	4,30	4,51	4,72	4,53

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 25: andamento della propensione al rischio percepita da parte del promotore finanziario (media) rispetto al numero dei clienti.



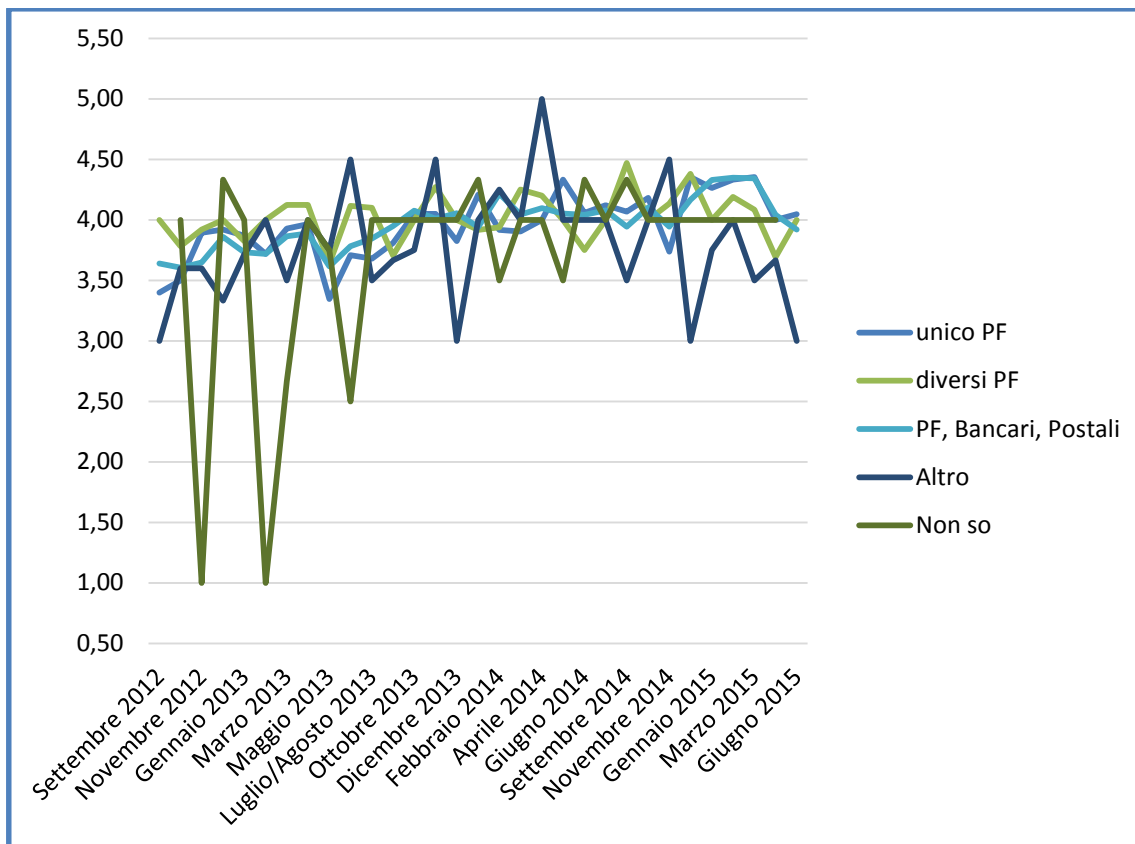
Questo grafico mostra l'andamento mensile della propensione al rischio dei clienti in relazione al numero dei clienti.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Diminuiti</i>	<i>Stabili</i>	<i>Aumentati</i>
3,62	3,90	4,03

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 26: andamento della propensione al rischio percepita da parte del promotore finanziario (media) rispetto all'esclusività del promotore finanziario per i propri clienti.



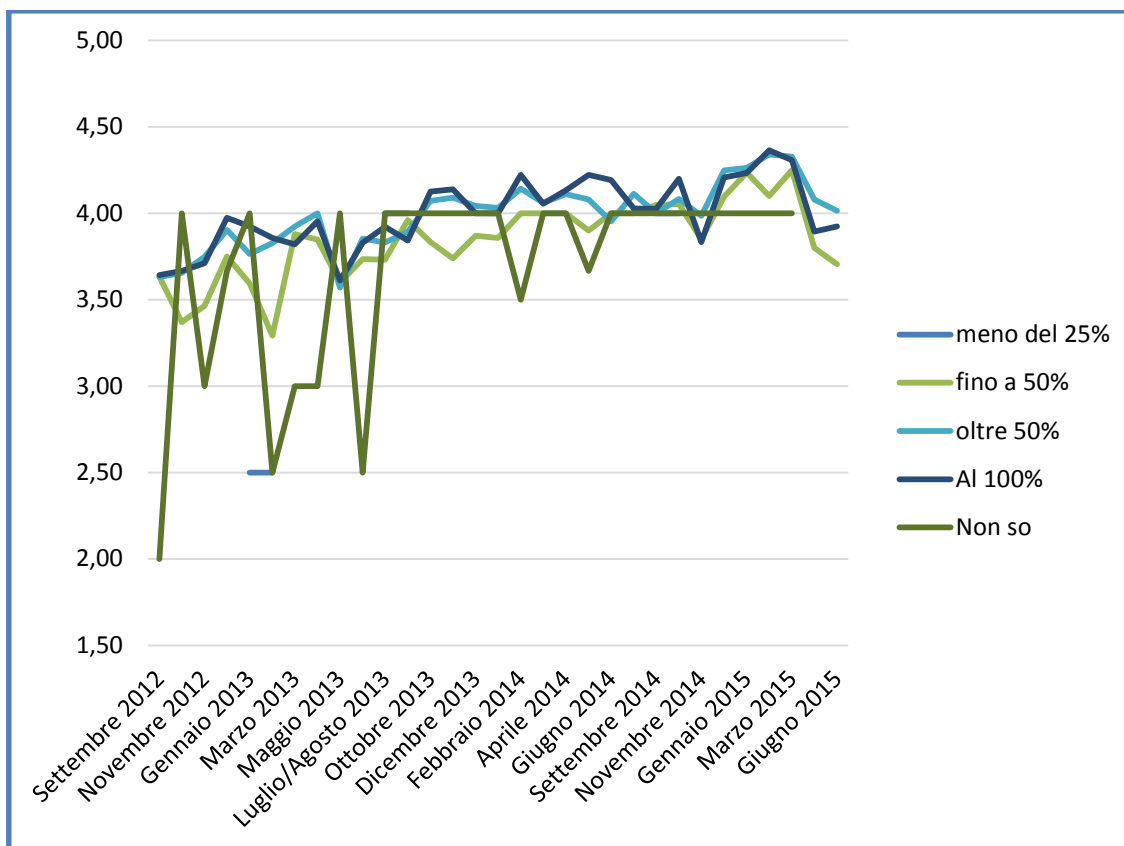
Questo grafico mostra l'andamento mensile della propensione al rischio in relazione all'esclusività o meno verso i propri clienti.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Unico PF</i>	<i>Diversi PF</i>	<i>PF, Bancari, Postali</i>	<i>Altro</i>	<i>Non so</i>
3,93	4,02	3,94	3,75	3,75

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 27: andamento della propensione al rischio percepita da parte del promotore finanziario (media) rispetto alla percentuale di ricchezza del cliente gestita.



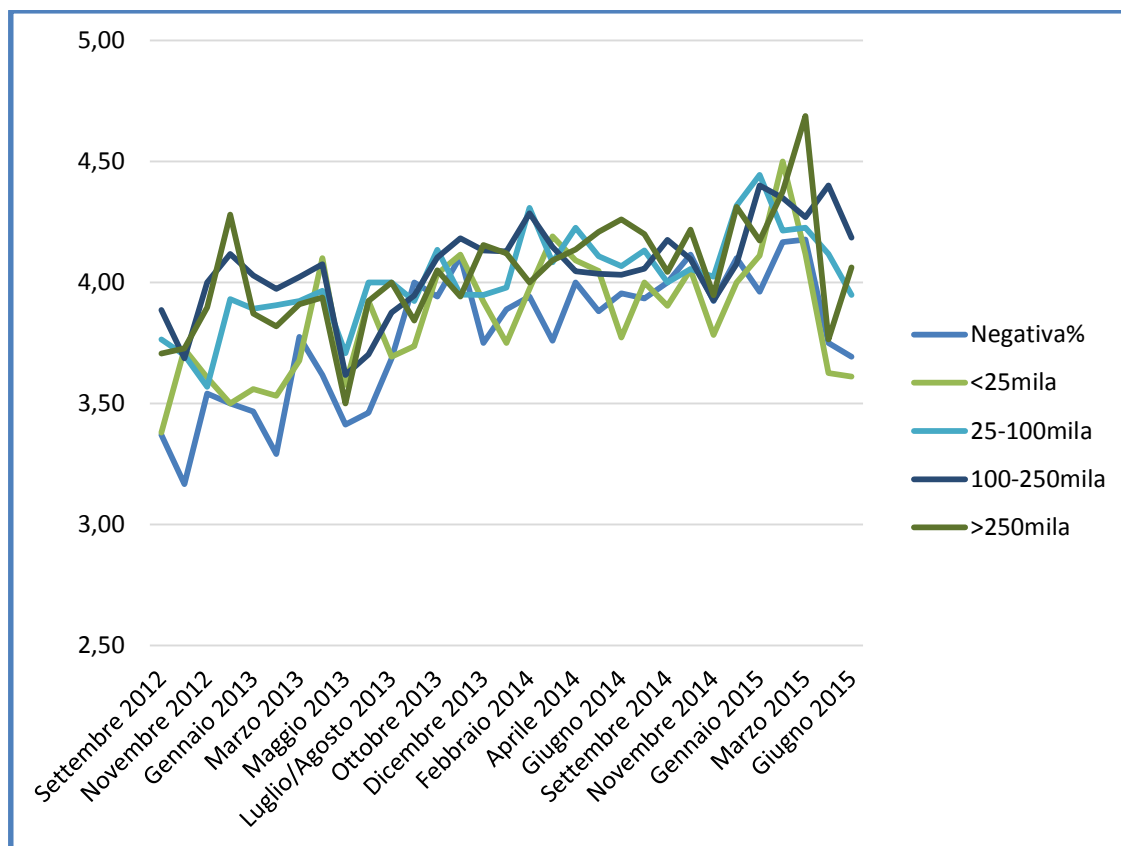
Questo grafico mostra l'andamento mensile della propensione al rischio in relazione alla ricchezza gestita.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Meno del 25%</i>	<i>Fino a 50%</i>	<i>Oltre 50%</i>	<i>Al 100%</i>	<i>Non so</i>
3,10	3,81	3,97	3,98	3,66

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 28: andamento della propensione al rischio percepita da parte del promotore finanziario (media) rispetto alla raccolta netta mensile.



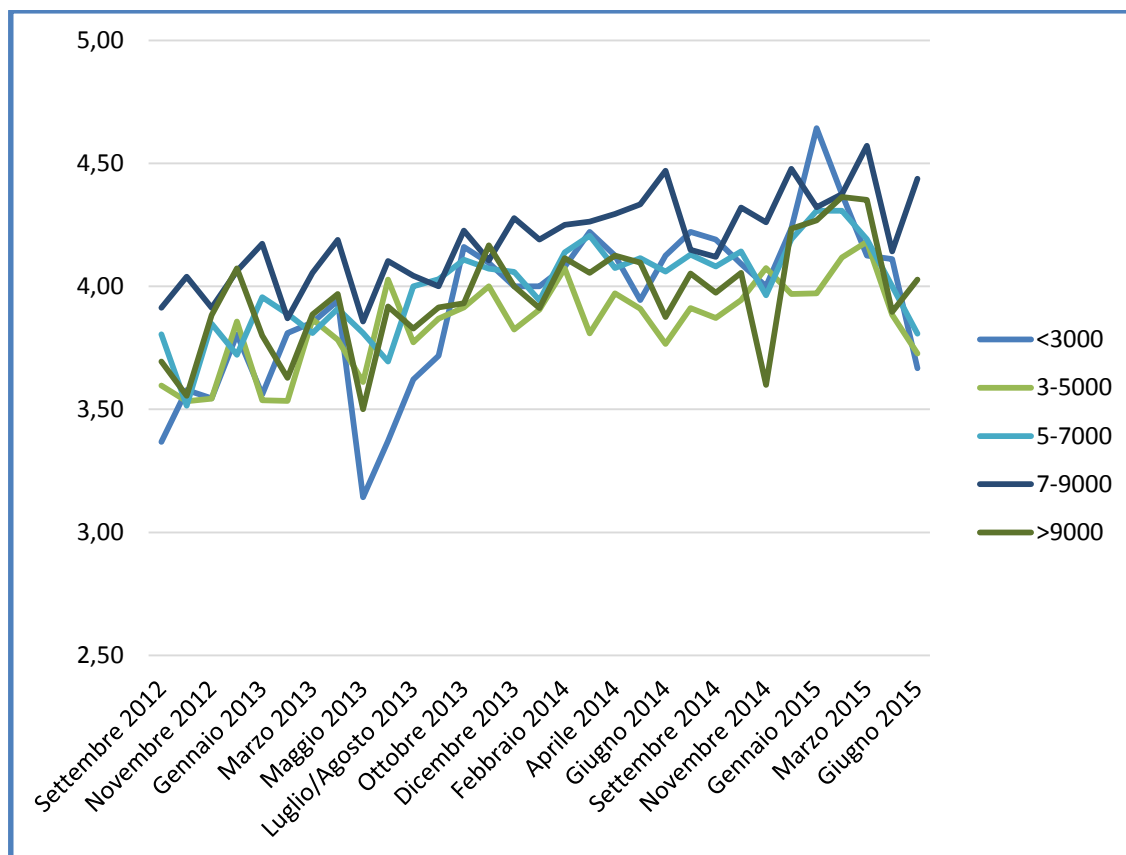
Questo grafico mostra l'andamento mensile della propensione al rischio in relazione alla raccolta netta mensile.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<i>Negativa</i>	<i><25.000</i>	<i>25-100.000</i>	<i>100-250.000</i>	<i>>250.000</i>
3,75	3,83	3,99	4,05	4,03

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Grafico 29: andamento della propensione al rischio percepita da parte del promotore finanziario (media) rispetto al guadagno mensile.



Questo grafico mostra l'andamento mensile della propensione al rischio in relazione al guadagno mensile.

Le medie del periodo sono le seguenti:

<3.000	3-5.000	5-7.000	7-9.000	>9.000
3,84	3,82	3,99	4,18	3,96

Le statistiche dimostrano l'esistenza di una correlazione significativa tra le due variabili.

Prima di passare all'analisi dettagliata dei risultati occorre ribadire che i successivi commenti hanno carattere indicativo in attesa di più accurate elaborazioni statistiche.

Essi costituiscono un tentativo di individuare alcuni temi e alcune ipotesi sulle quali sarà opportuno tornare in un secondo tempo, con analisi più approfondite. In ogni caso, verranno sottolineate alcune valutazioni che, data la lunghezza della serie temporale presa in considerazione, cominciano ad essere sufficientemente stabili, così da poter prospettare qualche conclusione abbastanza sicura.

Gravosità del rapporto con il cliente.

Come si può facilmente notare, i dati sulla gravosità del rapporto col cliente non si discostano da un intervallo centrale (min 3,94 - max 4,74) di punteggi che hanno gli estremi possibili in 1 e 7. Tuttavia, osservando più nel dettaglio le distribuzioni e isolando, anche visivamente, la fascia centrale dei punteggi, si possono osservare trend di medio periodo e come nel corso dei mesi ci siano state delle interessanti variazioni nella gravosità del rapporto con i clienti, anche in rapporto alla variabile ottimismo/pessimismo dei promotori finanziari e alla variabile propensione al rischio dei clienti.

Nell'ottobre 2012 la "leggerezza" nei rapporti coi clienti aveva raggiunto il valore più alto (4,74) di tutto il periodo considerato; nei mesi successivi c'è stata una caduta fino al livello di minimo assoluto, che corrisponde alla massima gravosità, che ha fatto oltrepassare, per la prima e unica volta, la barriera del valore 4 nel maggio 2013 (3,94). Si tratta di un calo, tra ottobre 2012 e maggio 2013, che si avvicina a un punto (4,74 - 3,94), sicuramente rilevante in una scala di 7 punti e giustificabile con molteplici cause. Naturalmente, un ruolo importante è giocato dall'andamento dei listini e, quindi, delle perdite/guadagni dei portafogli della clientela, ma non vanno sottovalutati anche altri fattori, quali carichi di lavoro stagionali, adempimenti, ecc., che meritano approfondimenti e attenzione. Successivamente c'è stata una ripresa fino al marzo 2015, che corrisponde ad un periodo di espansione del risparmio gestito. Infatti fino a marzo 2015 compreso, il trend è cambiato nella direzione della risalita assestandosi, con oscillazioni molto contenute, su valori medio-alti di facilità di relazione con la clientela. Questo andamento è coerente con una raccolta nettamente in crescita nel periodo e con maggiori remunerazioni, nonché con alcune impressioni qualitative di un mercato finanziario senza particolari scosse emotive, almeno relativamente agli anni precedenti, e più incline al risparmio, anche se certamente cauto dopo le scosse degli anni precedenti. Negli ultimi mesi, maggio e giugno 2015, si è assistito ad un inizio di inversione di tendenza, col

ritorno della variabile ai valori del settembre e ottobre 2014. In questi mesi i dati della raccolta sono stati ancora positivi, anche se il mercato obbligazionario e le vicende politiche ed economiche della Grecia hanno indubbiamente introdotto motivi di sconcerto e preoccupazione. La fatica nel rapporto col cliente è un discreto indicatore del sentiment del mercato finanziario. Anche le altre variabili psicologiche, come la fiducia nell'economia e la propensione al rischio del cliente percepita dal promotore finanziario, sono correlate con la gravosità del rapporto con il cliente: il dato di maggio e giugno è completamente coerente con i dati, rilevati negli stessi mesi, sulla fiducia dei promotori finanziari e sull'attribuzione di propensione al rischio dei clienti.

Inoltre, incrociando i dati relativi alla qualità del rapporto con il cliente con le variabili professionali indicate in precedenza si nota come in tutti i casi queste correlino positivamente con la prima.

Infatti i promotori finanziari che dichiarano di aver visto aumentare progressivamente il numero dei loro clienti, che condividono con altri promotori finanziari la gestione di questi clienti e, quindi condividono anche la gravosità del rapporto, che gestiscono tra il 50% e il 100% del patrimonio dei propri clienti, che raccolgono oltre i 100.000 euro al mese di capitale da gestire e che guadagnano tra i 7.000 e i 9.000 euro mensili dichiarano allo stesso tempo una miglior qualità del rapporto con i propri clienti.

Fiducia nel futuro da parte del promotore finanziario.

Anche in questo caso si può notare che, nel periodo preso in considerazione, la fiducia dei promotori finanziari sul futuro dell'economia è stata stabile; il valore minimo non è andato sotto il punteggio di 4,27 (scala da 1 a 7), mentre quello massimo non ha superato il punteggio di 4,71. La stabilità, senza punte di ottimismo o pessimismo, è, infatti, quasi un dovere professionale verso i clienti e dovrebbe essere considerata un requisito professionale. Chiarito questo, diventa, però, importante osservare le microvariazioni come "spie" di un sentiment del mercato finanziario, oltre che individuale.

I promotori finanziari hanno riportato a inizio anno 2015 un consolidamento/stabilizzazione nella fiducia che ha bloccato il calo di ottimismo maturato soprattutto a partire da fine 2012, con il valore più basso nel maggio 2013. Rilevante è anche il balzo di fiducia nel bimestre dicembre 2015 - marzo 2015: massimo assoluto in marzo di tutto il periodo (4,71). È già stato osservato come occorra esercitare una grande prudenza nella lettura di questi dati, in primo luogo in quanto i valori sono tra loro molto simili e tutti concentrati intorno a un intervallo

piuttosto piccolo dei punteggi possibili/ammessi. A questo punto della raccolta dei dati nel tempo, si può, però, cominciare a osservare una certa interessante stabilità di questa importante variabile intorno ai valori di un moderato ottimismo: 4,3-4,5 anche se va verificata la significatività del calo nel maggio-giugno 2015, come sopra segnalato. Quanto a queste e ad altre variazioni interne del periodo, purtroppo, non è ancora possibile stabilire se esse siano del tutto casuali in una situazione molto stabile, cosa certo possibile, oppure seguano da vicino le variazioni dei mercati finanziari e delle altre variabili economico-politiche. Anche se la prudenza deve essere massima, si prospetta, tuttavia, una relazione circolare tra raccolta e fiducia che sembra essere un tema molto promettente di approfondimento.

Come si è precedentemente detto, solo lo studio dell'evoluzione in un tempo prolungato di questa variabile potrà darci qualche sicurezza sulla legittimità dell'interpretazione come pragmaticamente significativa delle variazioni, tutto sommato minime.

Incrociando i dati relativi alla fiducia nell'economia con le variabili professionali prese in considerazione si nota come queste correlino positivamente tra loro.

Infatti si può notare come i promotori finanziari che dichiarano di aver visto aumentare progressivamente il numero dei loro clienti, che condividono con altri promotori finanziari, ma anche con altre figure professionali, la gestione dei clienti, quindi condividono la gravosità del rapporto, che gestiscono tra il 50% e il 100% del patrimonio dei propri clienti, che raccolgono oltre i 250.000 euro al mese di capitale da gestire e che guadagnano tra i 7.000 e i 9.000 euro mensili dichiarano anche una più alta fiducia nel futuro dell'economia in generale e nel proprio lavoro in particolare.

Propensione al rischio da parte dei clienti.

Prendendo in considerazione l'andamento complessivo, nei quasi tre anni coperti dalla ricerca, della propensione al rischio dei clienti (valore minimo nell'arco di tempo 3,56; valore massimo 4,31), così come percepita dai promotori finanziari, si nota che questa variabile ha mostrato un andamento più altalenante rispetto alla fiducia dei promotori finanziari (valore minimo nell'arco di tempo 4,27; valore massimo 4,70). In particolare, la propensione al rischio ha oscillato "disordinatamente" fino al maggio 2013 e solo in seguito ha presentato un orientamento più definito nella forma di un deciso trend di crescita, fino al punto massimo del febbraio 2015. Di nuovo assistiamo nel maggio e giugno 2015 a un calo vistoso della propensione al rischio e, dunque, a una inversione di tendenza come nel caso delle precedenti variabili. Da questa differenza negli intervalli di oscillazione consegue un interessante indizio a

sostegno della tesi che il promotore finanziario sia, nel complesso, in grado di “assorbire” meglio le variazioni del mercato finanziario e di mantenere una maggiore stabilità emotiva e una maggiore razionalità rispetto al proprio cliente.

Il raffronto tra propensione al rischio dei clienti, sia pure nell’attribuzione da parte di professionisti, e l’ottimismo/pessimismo degli operatori ha fatto avanzare, nelle precedenti analisi, l’ipotesi che i promotori finanziari reagiscano più velocemente alle novità sociopolitiche di quanto non facciano i clienti. Come dire che il cliente ha una propensione al rischio lenta a cambiare, una propensione al rischio più inerziale che, però, comunque, anche se con un certo ritardo, va nella stessa direzione delle variazioni della fiducia del suo promotore finanziario ed è coerente con le sue aspettative (maggiore fiducia del promotore finanziario, maggiore propensione al rischio del cliente e, viceversa, minore fiducia del promotore finanziario, minore propensione al rischio del cliente). Si è precedentemente detto che, anche con l’accumularsi dei dati, non si sarebbe potuto, però, escludere che l’ipotesi di una reazione inerziale e ritardata risulti solo un’impressione qualitativa e non molto altro di più. Ciò rimane ancora globalmente valido, nel senso che, nemmeno dopo quasi tre anni, possiamo escludere la conferma futura e più fondata di altre ipotesi, compresa quella secondo la quale ci siano periodi diversi con “logiche” diverse: in alcune fasi dei mercati finanziari i professionisti anticipano le reazioni dei clienti, in altri, forse quelli con minori turbolenze, gli andamenti si allineano. In ogni caso, sono necessari altri dati e altre valutazioni prima di poter esprimere pareri veramente fondati. Ciò che sicuramente si può dire è che, dopo quasi tre anni di rilevazioni, i rapporti in termini di correlazione tra le variabili propensione al rischio dei clienti e fiducia nel futuro dei promotori finanziari cominciano a presentare una significativa stabilità. L’accumularsi dei dati fa variare di poco il coefficiente di correlazione, mostrando un legame tra le variabili che, appunto, deve essere indagato per capirne meglio la natura qualitativa, ma che sembra proprio esistere. Incrociando i dati relativi alla propensione al rischio del cliente con le variabili professionali analizzate si nota che anche in questo caso, come per i precedenti, le correlazioni sono significative.

Infatti i promotori finanziari che dichiarano di aver visto aumentare progressivamente il numero dei loro clienti, che condividono con altri promotori finanziari, la gestione dei clienti, quindi condividono la gravosità del rapporto, che gestiscono il 100% del patrimonio dei propri clienti, che raccolgono tra i 100.000 e i 250.000 euro al mese di capitale da gestire e che guadagnano tra i 7.000 e i 9.000 euro mensili dichiarano anche una più alta propensione al rischio da parte dei propri clienti.

3. La gestione della relazione: Fineco 2014.

3.1. Obiettivo e modalità.

La ricerca presentata in questo paragrafo è stata realizzata in collaborazione con alcuni rappresentanti di Fineco nel 2014 insieme al prof. Luigi Ferrari del Dipartimento di Psicologia dell'Università degli Studi di Milano-Bicocca per indagare alcuni aspetti dell'attività professionale del promotore finanziario ed è stata realizzata tramite la distribuzione di un questionario a 9346 promotori finanziari distribuiti sul territorio nazionale. In particolare la ricerca qui di seguito illustrata ha l'obiettivo di indagare la presenza del comportamento gregario e in modo specifico del comportamento imitativo nell'investire e dell'influenza che questo comportamento ha all'interno dei mercati finanziari, quello che la Finanza Comportamentale definisce Herding Behavior.

Il mercato finanziario è stato considerato dalla Finanza Comportamentale tradizionale secondo una logica individualista, come una somma di tanti singoli investitori, soggetti tutti uguali tra loro, che agiscono allo stesso modo e commettono gli stessi errori. In realtà il mercato finanziario è un collettivo di individui, è un luogo di imitazione e influenza reciproca che procede in base a leggi proprie. Negli anni si è verificato un progressivo allontanamento dalla visione del mercato finanziario come somma di singoli investitori per avvicinarsi all'idea di un aggregato di agenti economici, in grado di cambiare le attese sui prezzi (Ferrari, Romano, 1999).

Lo studio del mercato finanziario inteso come un collettivo di agenti, non come un insieme di singoli investitori isolati tra loro, porta a vederlo come un luogo di condizionamento reciproco. Se lo si considera dal punto di vista gruppale, di rete, vi si possono osservare diversi fenomeni di influenza, contagio e comportamento gregario in varie forme, espressioni di un agire collettivo che diventano fondamentali per capire alcune delle dinamiche che si sviluppano al suo interno.

Abbiamo visto che Orléan considera i prezzi dei titoli come determinati dall'adesione collettiva ad un'opinione e ritiene fondamentale per le dinamiche di mercato finanziario il ruolo dell'aspettativa riguardo il comportamento altrui. In questo scenario appare evidente la centralità che può assumere il comportamento imitativo, del quale si è già sottolineata in precedenza l'importanza dal punto di vista sociale.

Ponendo attenzione in particolare all'ambiente italiano, si può affermare che negli anni '90 del secolo scorso sono stati molti e innovativi gli studi sul tema della modellizzazione dei mercati finanziari come luogo di influenza, con centratura proprio sull'imitazione (Ferrari, Luciano, Peccati, 1990; Ferrari, Peccati, 1991; Ferrari, Peccati, 1994; Ferrari, Peccati, Tagliani, 1996; Ferrari, Tagliani, 1996).

Facendo riferimento al lavoro di Ferrari, Peccati e Tagliani (1996), vediamo emergere l'idea generale che esistano per l'investitore tre opzioni fondamentali, tra queste vi è l'imitazione, considerata una possibile strategia "povera" dal punto di vista razionale. Queste opzioni, che comprendono, oltre all'imitare, anche il seguire una propria opinione sul valore fondamentale e l'agire in controtendenza, sono da intendersi come componenti con pesi diversi di una somma di comportamenti il cui risultato è l'azione sul mercato finanziario. Più il mercato finanziario è ricco di agenti, maggiori diventano le possibili configurazioni imitative; questo è importante perché, dal momento che le masse di imitatori hanno un'influenza sull'equilibrio dinamico dei prezzi, a parità d'informazioni in mercati finanziari con assetti diversi si hanno processi diversi di aggiustamento dei prezzi in seguito agli shock. Gli autori concludono sostenendo che anche chi adotta limitate strategie può arrivare a buoni risultati; questo in contrasto con la Efficient Market Hypothesis, secondo la quale i noise traders sono sostanzialmente dei perdenti e i mercati finanziari presentano una sorta di "darwinismo" che porta all'espulsione dei non esperti.

Abbiamo visto, inoltre, come Orléan e Shiller parlino di imitazione del comportamento, dell'agire altrui e in particolare la pongano, razionale o irrazionale che sia, ad un livello privilegiato di ruolo nei processi di euforia e panico. Essi praticamente teorizzano l'influenza, l'imitazione, l'agire simile collettivo come un qualcosa di fondamentale per le dinamiche, gli avvenimenti di mercato.

La ricerca qui di seguito sviluppata si inserisce in pieno nel discorso sull'imitazione e sull'influenza reciproca. Andando a studiare il comportamento dei promotori finanziari si cerca di capire se e come questo è caratterizzato dall'imitazione; capire ciò diventa di particolare interesse per la descrizione delle dinamiche di mercato, dal momento che i promotori finanziari muovono ingenti masse di denaro e i loro comportamenti possono cambiarne gli equilibri.

3.2. Campione.

La ricerca consiste in un questionario inizialmente proposto a 9346 promotori finanziari che lavorano per diverse società, distribuiti sul territorio nazionale ad eccezione delle regioni del sud e delle isole. In particolare 4920 vivono nel nord ovest, 3103 nel nord est, 1323 nel centro. Il campione finale sul quale successivamente si sono svolte le analisi è, però, costituito solo da 441 soggetti, ossia la totalità di coloro che hanno accettato di partecipare alla ricerca tramite la compilazione del questionario.

Esso viene descritto secondo variabili socio-anagrafiche e tecnico-lavorative. Vediamole di seguito accompagnate dai relativi grafici di frequenza.

Variabili socio-anagrafiche.

Genere: come si può vedere subito dal grafico 1, è netta la prevalenza di maschi con l'84% di presenze contro un 16% di femmine.

Età anagrafica: i partecipanti hanno tutti un'età anagrafica (grafico 2) compresa fra i 27 ed i 59 anni ma la maggioranza ha fra i 41 ed i 55 anni (80%); in particolare il 32% si colloca nella fascia 46-50 anni, il 27% nella fascia 51-55 anni ed il 20% nella fascia 41-45 anni.

Titolo di studio: per quanto riguarda il titolo di studio, dal grafico 3 si osserva che la maggioranza, il 57% è costituita da diplomati, seguita a breve distanza dai laureati che sono il 42%.

Grafico 1: genere, percentuali.

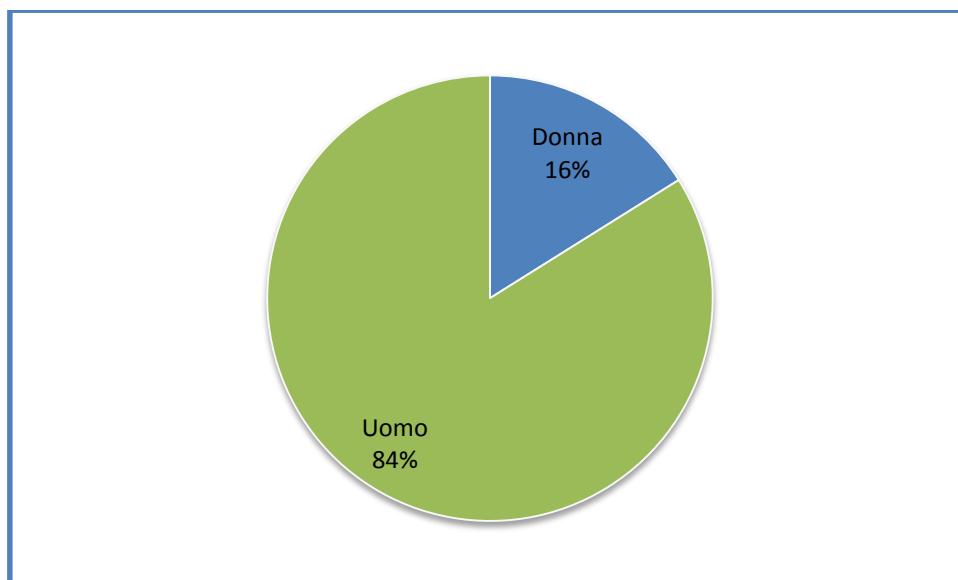


Grafico 2: età anagrafica in fasce, percentuali.

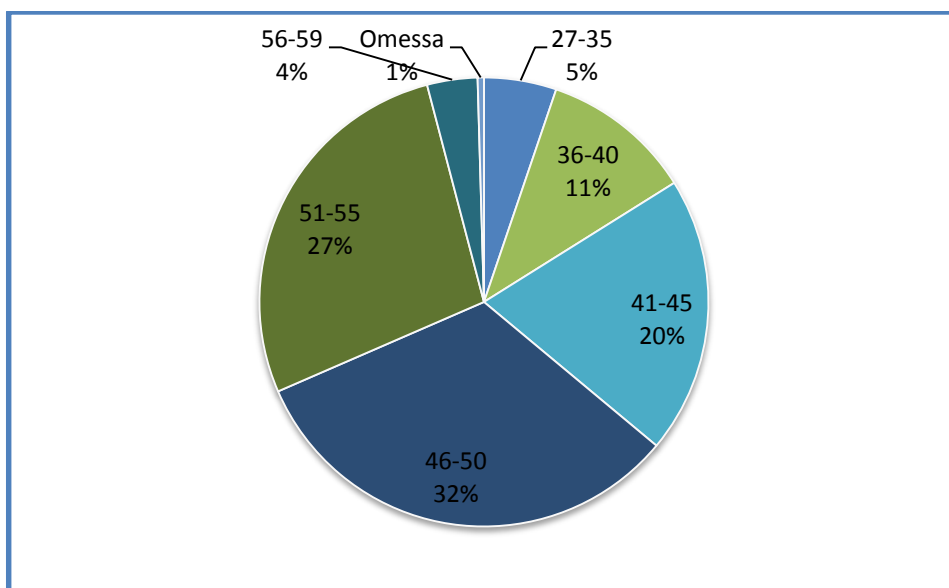
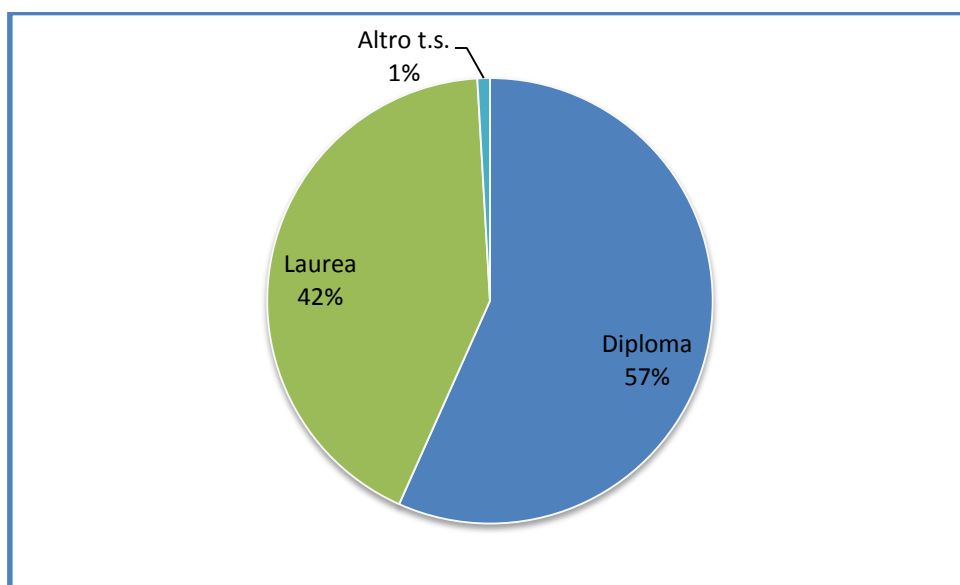


Grafico 3: titolo di studio, percentuali.



Variabili tecnico-lavorative.

Anzianità professionale: dal punto di vista degli anni di vita lavorativa in qualità di promotore finanziario (grafico 4), possiamo dire che il campione è abbastanza giovane. Infatti più della metà, il 55 %, si colloca ad un livello medio nella fascia 11-20 anni, il 28% appartiene invece a quella più giovane, fascia 1-10 anni. Il 16% appartiene alla fascia senior 21-30 anni e solo l'1% alla fascia ultra senior 31-53 anni.

Numero clienti: entrando un po' più nello specifico dell'aspetto lavorativo, osserviamo il grafico 5 che presenta la distribuzione delle frequenze relative al numero di clienti seguiti. La variabile spazia da 1 a 850 clienti, ma la maggioranza è equamente ripartita in tre fasce: il 21% segue da 41 a 80 clienti, il 20% da 81 a 120 clienti, il 19% da 121 a 160 clienti.

Patrimonio gestito: da ultimo, il patrimonio gestito complessivamente dalla totalità di coloro che hanno risposto al quesito relativo ammonta a 8768,8 milioni di euro. Entrando più nel particolare (grafico 6), i promotori finanziari spaziano da 0 a 165 milioni di euro, la maggior parte però gestisce patrimoni fra gli 0 ed i 20 milioni (63%); più precisamente, il 29% gestisce la fascia 0-10 milioni, e il 34% la fascia 11-20 milioni. A seguire il 16% gestisce la fascia 21-30 milioni e infine solo il 4% la fascia più alta, quella compresa tra 60 a 165 milioni.

Grafico 4: anni di vita lavorativa, fasce, percentuali.

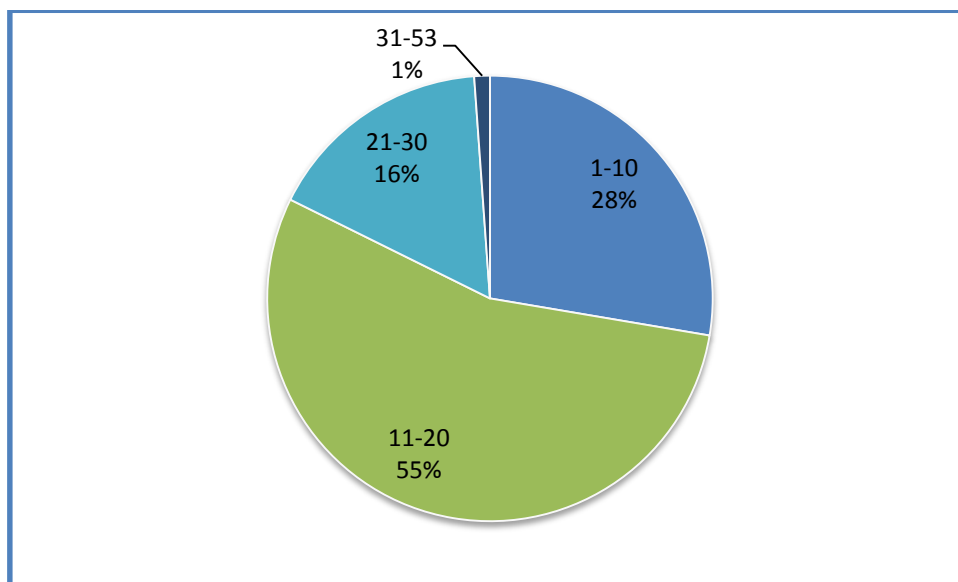


Grafico 5: numero di clienti, fasce, percentuali.

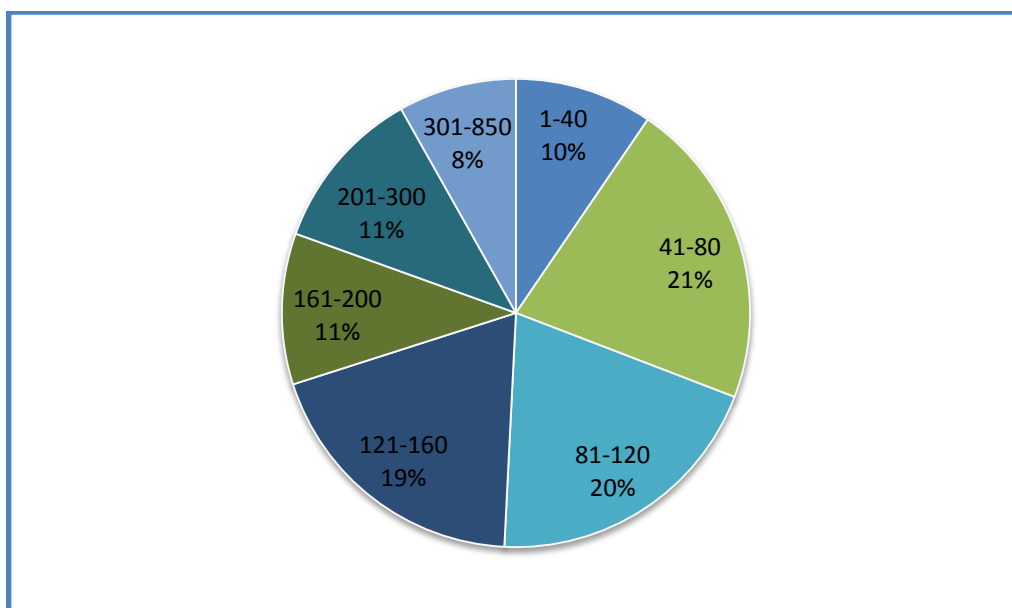
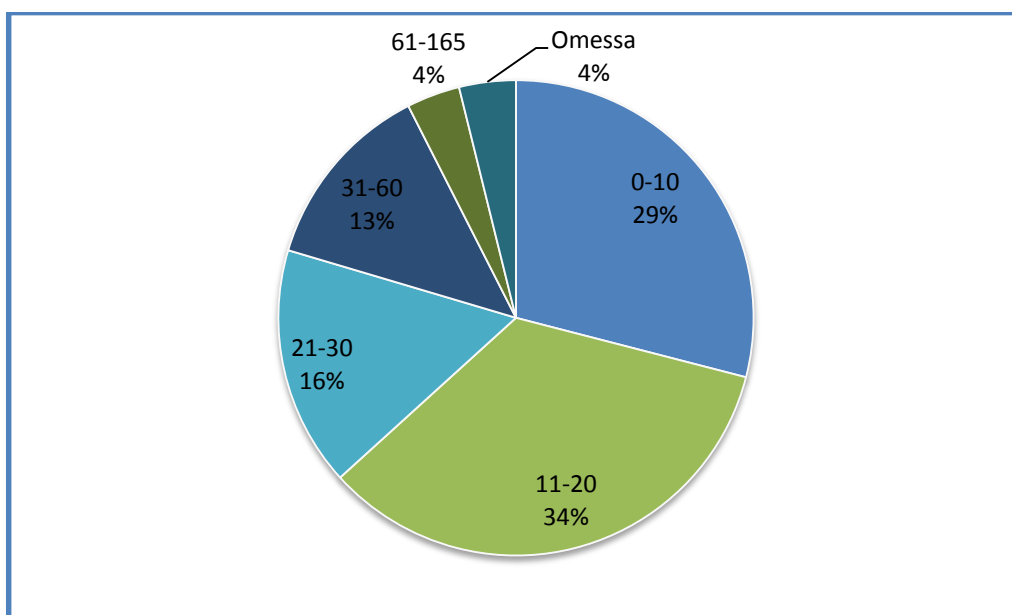


Grafico 6: patrimonio complessivo gestito, fasce, percentuali.



3.3. Questionario.

Come già detto, di fatto il questionario è stato compilato in modo completo solo da 441 promotori finanziari, che hanno accettato di partecipare alla ricerca e che sono diventati il campione finale su cui si sono svolte le analisi.

La società Global Media si è occupata dell'invio dei questionari e poi della gestione, intesa come preparazione di un primo database, di quelli compilati.

Il questionario è composto da 26 domande, che spaziano in diverse aree. Di queste 26 domande ne sono state analizzate solo una parte, dato che in questa tesi l'attenzione è volta in particolare al tema della presa in considerazione delle idee altrui nelle proprie decisioni, quindi in sostanza al presupposto comunicativo e cognitivo dell'imitazione e a come questo possa cambiare nei periodi di turbolenza.

È bene precisare che la ricerca non ha la pretesa di sostenere conclusioni generalizzabili in quanto anche in questo caso esistono dei limiti.

In questa ricerca dunque sono state prese in considerazione solo alcune della domanda del questionario, selezionate in base agli obiettivi prefissati. Esse sono la n. 8, n. 9, n. 10, n. 11, n. 21, n. 23, n. 24. La domanda n. 8 riguarda in generale la capacità di fare previsioni, la domanda n.21 la sfera promotori finanziari-clienti, le altre domande (n. 9, n. 10, n. 11, n. 23, n. 24) la sfera promotori finanziari-colleghi-agenzie.

Vediamo di seguito in dettaglio ogni domanda.

La domanda n. 8 intende misurare il grado di autonomia del promotore finanziario nel generare previsioni, in base alle conoscenze possedute. La domanda n. 9, in contrasto alla n. 8, si riferisce in generale all'adozione nel lavoro quotidiano e in condizioni di normalità di previsioni, quindi di idee altrui già confezionate. Con le domande n. 10 e n. 11 questa indagine si precisa meglio, differenziando la fonte delle previsioni esterne: la prima si riferisce alla presa in considerazione delle previsioni dei colleghi, la seconda invece alla presa in considerazione delle previsioni degli esperti e delle agenzie. Le domande n. 23 e n. 24 si riferiscono al modo di agire nei periodi di grave turbolenza e presentano un'importante distinzione: la prima misura l'imitazione, ossia il ricorso alle opinioni degli altri, la seconda il conformismo, ossia l'adeguamento pedissequo agli altri.

Con ricorso agli altri si intende in particolare il prestare attenzione alle opinioni altrui, considerare quel che si dice intorno a sé, ascoltare la rete. È un comportamento gregario, assimilabile all'imitazione, in quanto ci si affida agli altri, nel senso che l'apporto esterno è utilizzato per formare un proprio pensiero da spendere poi nel consigliare il cliente sulle linee di investimento. Invece il conformismo si riferisce all'adozione dell'opinione altrui più quotata al momento, trasferita così com'è nel suggerimento al cliente, ci si limita cioè a consigliare quegli investimenti che presentano le valutazioni migliori prodotte dalle agenzie di rating, senza metterci del proprio.

Con la domanda n. 21 si intende misurare l'influenza che il cliente ha sul promotore finanziario, cioè quanto le aspettative e analisi del primo abbiano un ruolo nel determinare il pensiero del secondo.

3.4. Risultati e commento.

Come già anticipato, le parti di questa ricerca su cui ci concentriamo sono quelle legate ai comportamenti imitativi che il promotore finanziario manifesta quando si tratta di investire, sia in momenti di quiete, sia in momenti di turbolenza (Sai, 2014; Ferrari, Magri, 2015).

Alcune idee sono alla base di questa ricerca, la prima è che le informazioni che circolano tra colleghi, esperti, agenzie influenzino il formarsi dell'opinione del singolo, quindi esista una rete attiva di scambio che ha un significativo impatto sulla pratica lavorativa. Di conseguenza si ipotizza che i promotori finanziari facciano un buon utilizzo delle previsioni, delle opinioni, delle idee degli altri appartenenti al proprio ambiente lavorativo, cioè imitino, in tutto o in parte gli altri. La seconda idea è che nei periodi di turbolenza le cose potrebbero cambiare dal momento che ci si viene a trovare in situazioni dove è più difficile gestire l'attività finanziaria. Di conseguenza si ipotizza che in periodi di turbolenza l'attività imitativa sia maggiore, aumenti in qualche misura. Infine si è deciso di indagare la sfera del rapporto di influenza reciproca tra promotore finanziario e cliente, per scoprire se traspaia o meno il sentimento effettivo di una influenza e di che tipo esso sia, se univoca o a doppio senso.

Grafico 7a. Domanda n.8: "In che percentuale Lei può dire di possedere le conoscenze per calcolare autonomamente – sulla sola base dei dati e delle notizie economiche – sensate previsioni sull'andamento futuro dei mercati?" (da 0, "nessun autonomia", a 100, "totale autonomia").

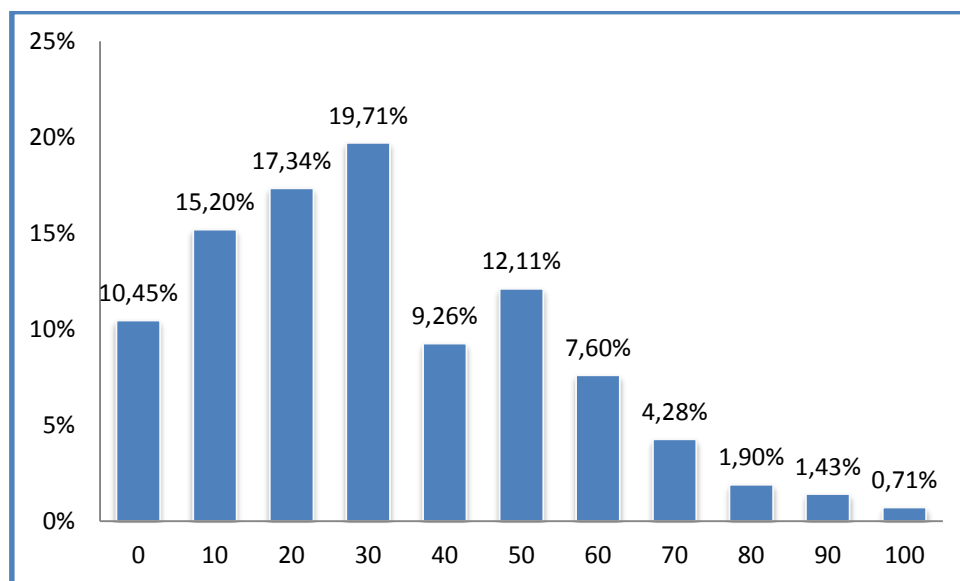
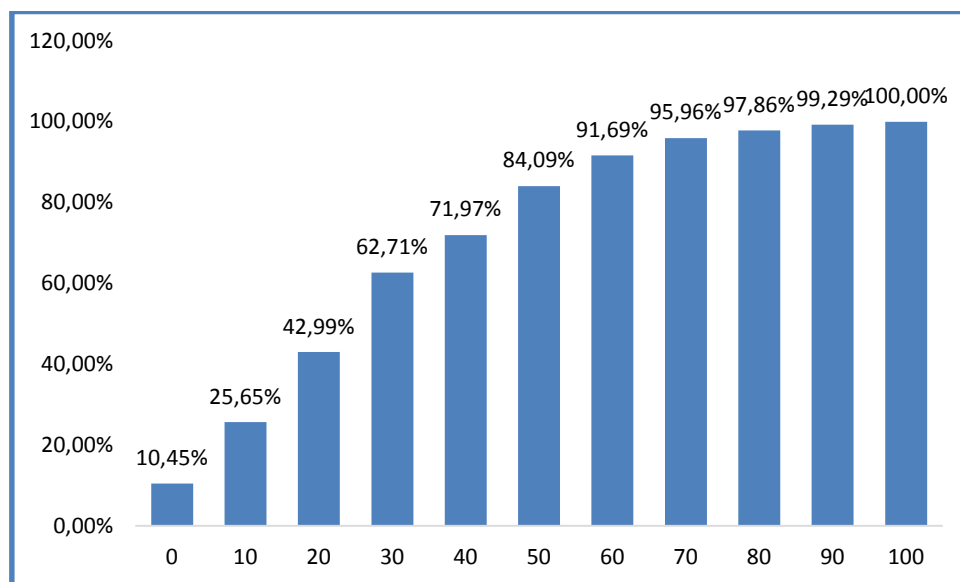


Grafico 7b. Domanda n.8: "In che percentuale Lei può dire di possedere le conoscenze per calcolare autonomamente – sulla sola base dei dati e delle notizie economiche – sensate previsioni sull'andamento futuro dei mercati?" (da 0, "nessun autonomia", a 100, "totale autonomia"). Percentuali cumulate.



Si nota che i picchi di risposta si attestano su valori bassi di autonomia (da 0 a 30%), con il 10% dei promotori finanziari che dichiara addirittura di non possedere alcuna autonomia (0%).

Prendendo in considerazione i valori da 0 a 50% risulta che la stragrande maggioranza dei promotori finanziari (84% circa) ritiene di non essere in grado di fare previsioni in modo autonomo.

Il dato si scontra con la desiderabilità sociale connessa al proprio ruolo di consulenti, che dovrebbe portare a dare eventualmente risposte più orientate all'autonomia.

Per questo motivo il dato acquista maggiore e particolare valore.

Grafico 8a. Domanda n.9: "Nella vera pratica professionale quotidiana, cioè quando deve per forza fare previsioni sull'andamento futuro dei mercati (pensi al Dow Jones) da proporre/utilizzare nel lavoro col cliente, in che percentuale fa sue, ovvero acquisisce "chiavi in mano", le previsioni già "confezionate" da colleghi, esperti (a vario titolo) che lei conosce, o da agenzie (centri studi, istituzioni, stampa specializzata ...) di sua fiducia?" (da 0, "nelle mie previsioni sono autonomo", a 100, "ricorro solo agli altri").

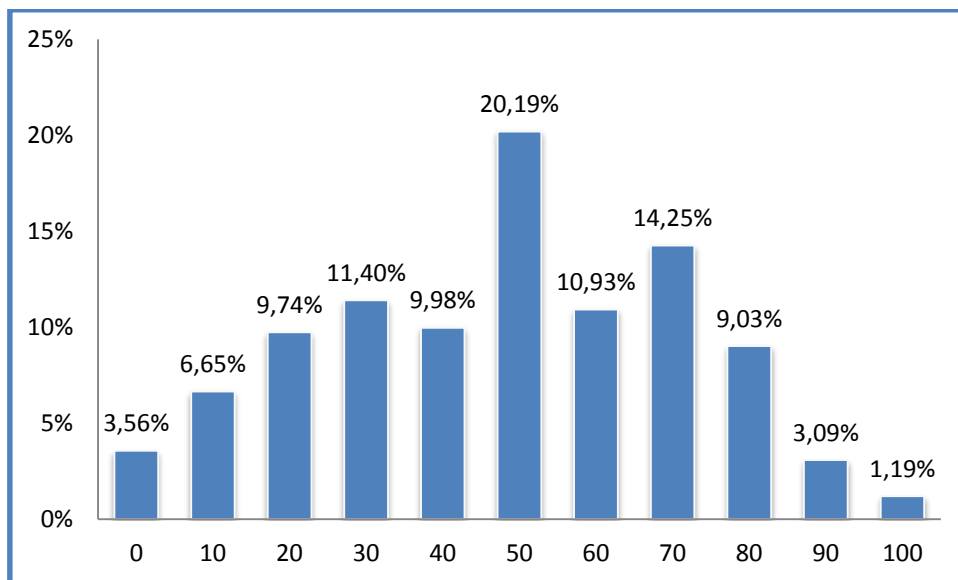
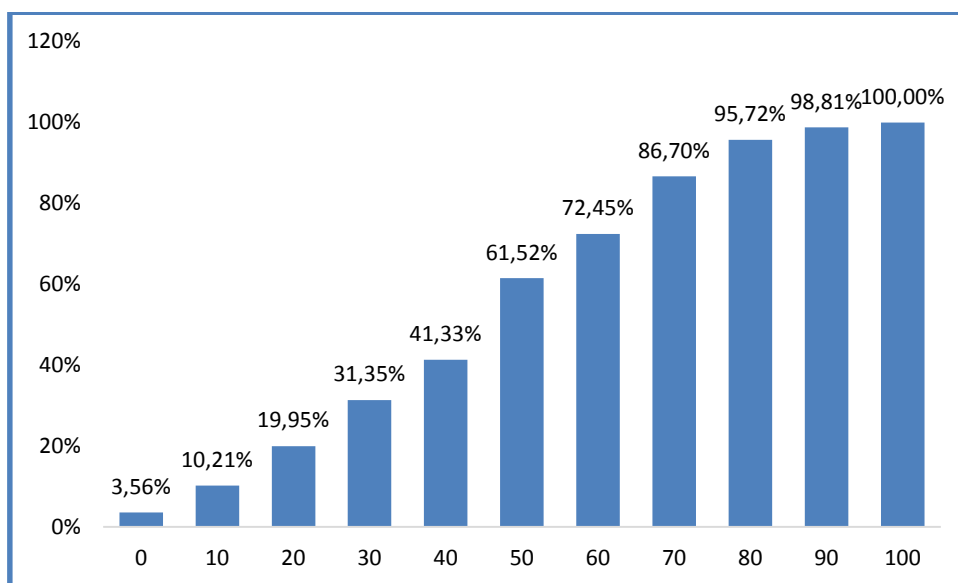


Grafico 8b. Domanda n.9: "Nella vera pratica professionale quotidiana, cioè quando deve per forza fare previsioni sull'andamento futuro dei mercati (pensi al Dow Jones) da proporre/utilizzare nel lavoro col cliente, in che percentuale fa sue, ovvero acquisisce "chiavi in mano", le previsioni già "confezionate" da colleghi, esperti (a vario titolo) che lei conosce, o da agenzie (centri studi, istituzioni, stampa specializzata ...) di sua fiducia?" (da 0, "nelle mie previsioni sono autonomo", a 100, "ricorro solo agli altri"). Percentuali cumulate.



È possibile notare che la percentuale più alta dei promotori finanziari (20,19%) si è attestato su un livello medio, cioè ha risposto che acquisisce previsioni già confezionate da altri per il 50%. Gli altri promotori finanziari si distribuiscono quasi equamente tra chi si rivolge agli altri per meno del 50% (valore cumulato del 41,33%) e chi per più del 50% (valore cumulato del 38,5%). Particolarmente significativa è la presenza di una percentuale quasi inesistente (3,56%) di promotori finanziari che dichiarano di non ricorrere ad altri e quindi di essere del tutto autonomi contro una percentuale ben più alta (il 14,25%) di promotori che dichiarano di ricorrere agli altri per ben il 70%. La maggioranza dei promotori finanziari (più del 50%) quindi si basa in modo abbastanza rilevante sulle previsioni di colleghi ed esperti (dal 50% in su). Il risultato testimonia la presenza d'imitazione, anche se in diverse misure, dato che solo il 3,56% dichiara di non ricorrere in alcun modo agli altri. Dunque quasi tutti sono imitatori, anche se quasi nessuno è imitatore integrale, visto che solo l'1,19% dichiara di ricorrere agli altri al 100%.

Grafico 9a. Domanda 10: “Nella vera pratica professionale quotidiana, facendo 100 il suo utilizzo di previsioni altrui sull’andamento futuro dei mercati, quanta parte hanno le previsioni dei soli colleghi, promotori come Lei, di sua fiducia? (in questa domanda dunque non tenga conto degli esperti, agenzie ...)” (da 0, “i colleghi non contano”, a 100, “contano solo i colleghi”).

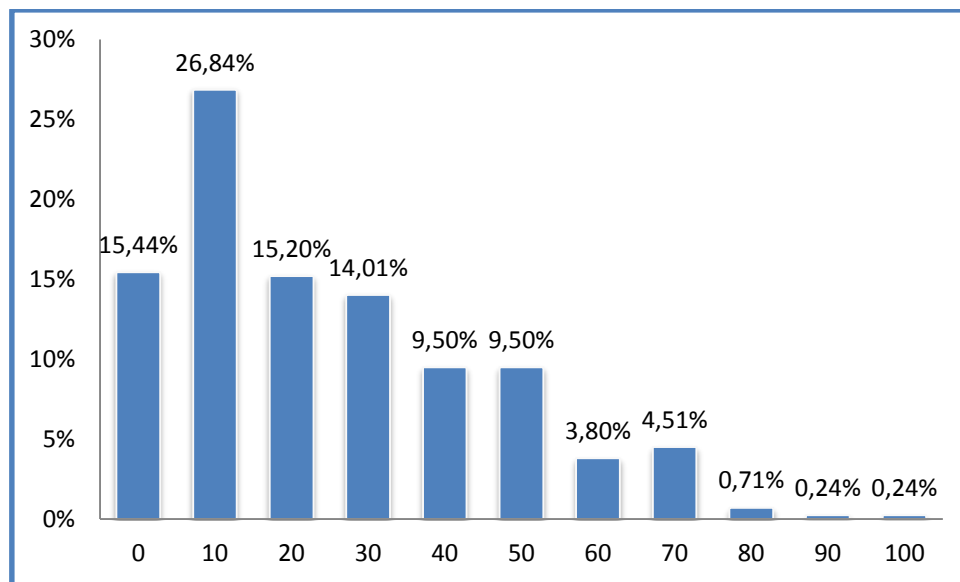
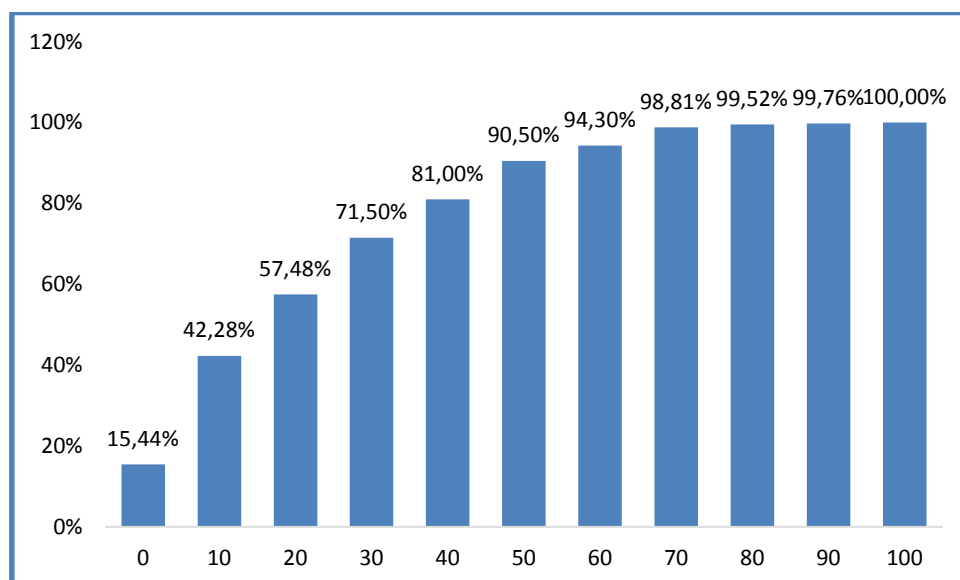


Grafico 9b. Domanda 10: “Nella vera pratica professionale quotidiana, facendo 100 il suo utilizzo di previsioni altrui sull’andamento futuro dei mercati, quanta parte hanno le previsioni dei soli colleghi, promotori come Lei, di sua fiducia? (in questa domanda dunque non tenga conto degli esperti, agenzie ...)” (da 0, “i colleghi non contano”, a 100, “contano solo i colleghi”). Percentuali cumulate.



Dalle risposte a questa domanda notiamo che la maggior parte dei promotori finanziari, circa il 75%, si rivolge alle opinioni dei colleghi, attribuendo loro un valore di importanza che va da 10 al 50%, con il picco più alto (26,84% dei promotori finanziari) attestato sul 10%. Interessante notare che il 15,44% dei promotori finanziari dichiara di non ricorrere per niente (0%) ai colleghi e solo una percentuale infinitesimale (poco più dell'1%) di ricorrervi dall'80 al 100%.

Grafico 10a. Domanda 11: "... e, sempre facendo 100 il suo utilizzo di previsioni altrui sull'andamento futuro dei mercati, quanta parte hanno le previsioni degli esperti, agenzie ecc. di sua fiducia, ma dei quali può anche non avere una conoscenza personale? (in questa domanda dunque ora non tenga conto dei colleghi)" (da 0, "gli esperti, agenzie non contano", a 100, "contano solo gli esperti, agenzie").

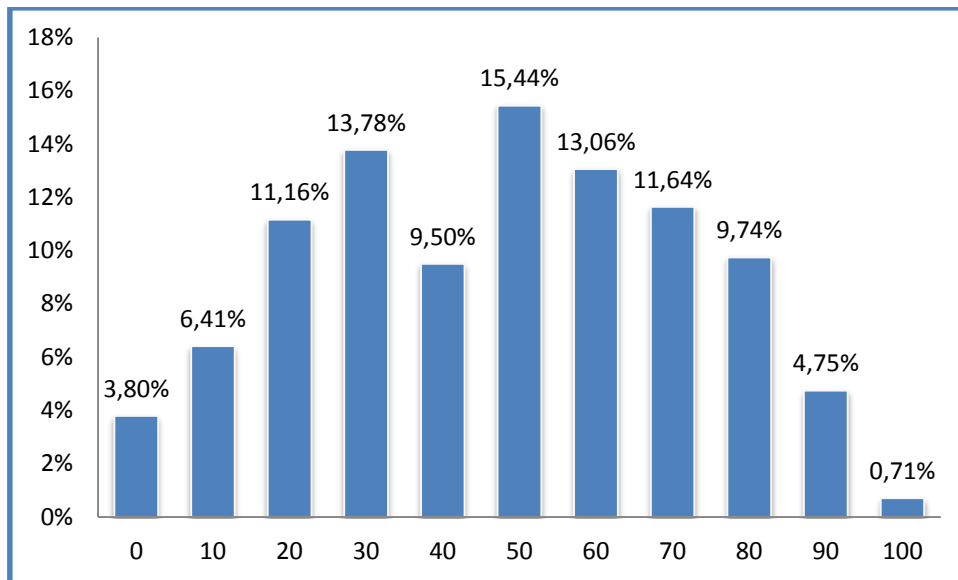
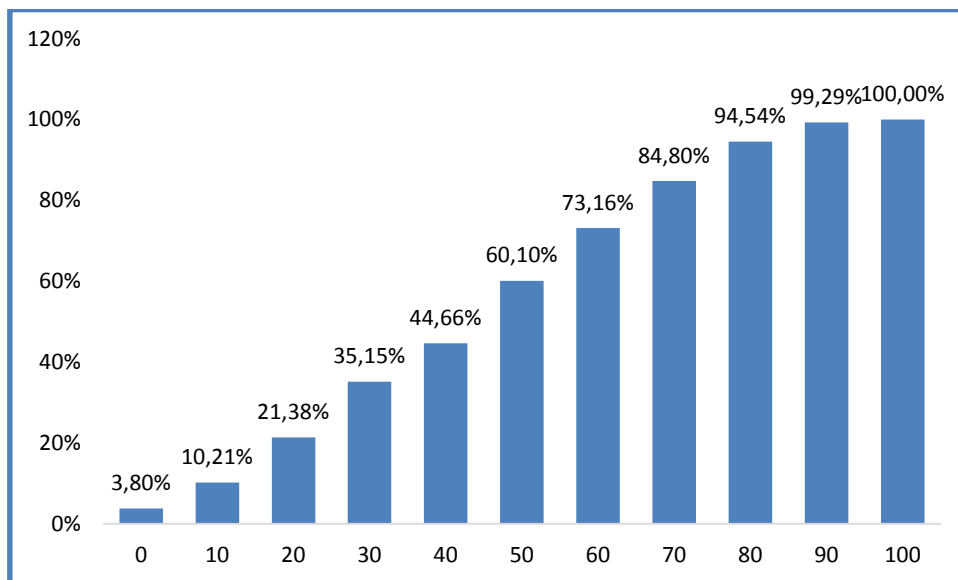


Grafico 10b. Domanda 11: "... e, sempre facendo 100 il suo utilizzo di previsioni altrui sull'andamento futuro dei mercati, quanta parte hanno le previsioni degli esperti, agenzie ecc. di sua fiducia, ma dei quali può anche non avere una conoscenza personale? (in questa domanda dunque ora non tenga conto dei colleghi)" (da 0, "gli esperti, agenzie non contano", a 100, "contano solo gli esperti, agenzie"). Percentuali cumulate.



A differenza delle risposte alla domanda precedente, le risposte a questa domanda si distribuiscono in modo abbastanza equilibrato sui diversi valori, con la media più alta di promotori finanziari (il 15,44%) che dichiarano di ricorrere agli esperti per il 50%. Infatti la percentuale di promotori finanziari che attribuisce fino al 40% di importanza agli esperti è il 44,66%, mentre quella che attribuisce dal “60%” al “100%” è il 39,9%. In sostanza, le tendenze dei promotori finanziari a tenere più o meno in conto il parere degli esperti quasi si equivalgono. La comparazione dei due grafici, relativi rispettivamente alle percentuali cumulate dalle risposte concernenti l’uso delle previsioni dei colleghi (grafico 9b, domanda n. 10) e l’uso delle previsioni degli esperti, (grafico 10b, domanda n. 11) evidenzia che gli esperti/agenzie hanno un grado di influenza superiore a quella dei colleghi.

Grafico 11a. Domanda 21: “Nella vera pratica professionale quotidiana, le analisi/aspettative dei clienti indirizzano la formazione delle Sue previsioni sull’andamento futuro dei mercati? Che peso percentuale hanno?” (da 0, “i clienti contano 0 o pochissimo”, a 100, “contano moltissimo”).

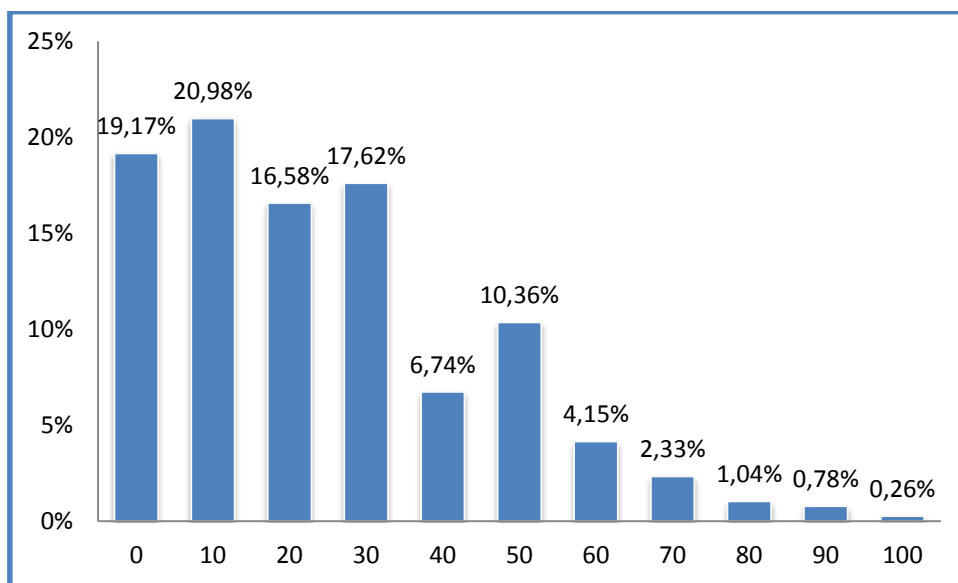
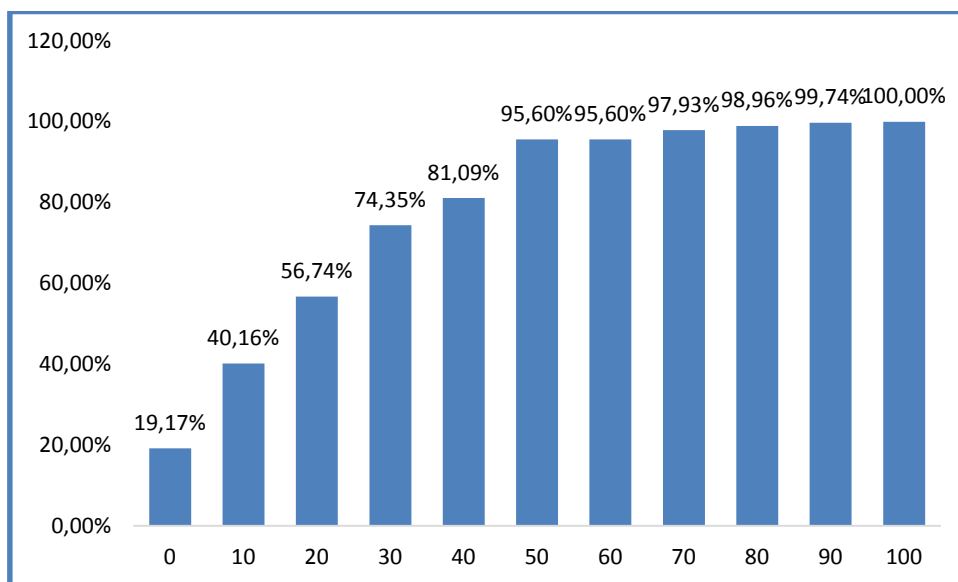


Grafico 11b. Domanda 21: “Nella vera pratica professionale quotidiana, le analisi/aspettative dei clienti indirizzano la formazione delle Sue previsioni sull’andamento futuro dei mercati? Che peso percentuale hanno?” (da 0, “i clienti contano 0 o pochissimo”, a 100, “contano moltissimo”). Percentuali cumulate.



Qui è subito evidente la preponderanza (61,92%) delle risposte che si collocano nella fascia fra “10%” e “40%”. Il numero più alto di promotori finanziari, il 20,98% attribuisce ai propri clienti un peso molto relativo, solo il “10%”, il 19,17% dei promotori finanziari non riconosce loro addirittura alcun peso (“0%”) mentre il 18,92% riconosce loro un peso rilevante (dal “50” al “100%”).

La maggioranza dei promotori finanziari intervistati dichiara dunque di essere generalmente influenzata dalle aspettative dei clienti nel formulare le proprie previsioni anche se in modo non rilevante, solo il 19,17% non è influenzato in alcun modo, mentre una percentuale simile lo è in modo significativo. È un dato sorprendente, considerato il ruolo di consulente che il promotore finanziario ricopre. Questa particolarità obbliga alla cautela nell'utilizzo del dato e stimola l'approfondimento.

Grafico 12a. Domanda 23: “...nei periodi di grave turbolenza dei mercati – badi solo in quelli! - Lei ricorre di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”, alle opinioni, ai pareri e alle previsioni di colleghi, esperti, agenzie, ecc.?” (da 1, “di meno”, a 7, “di più del solito”).

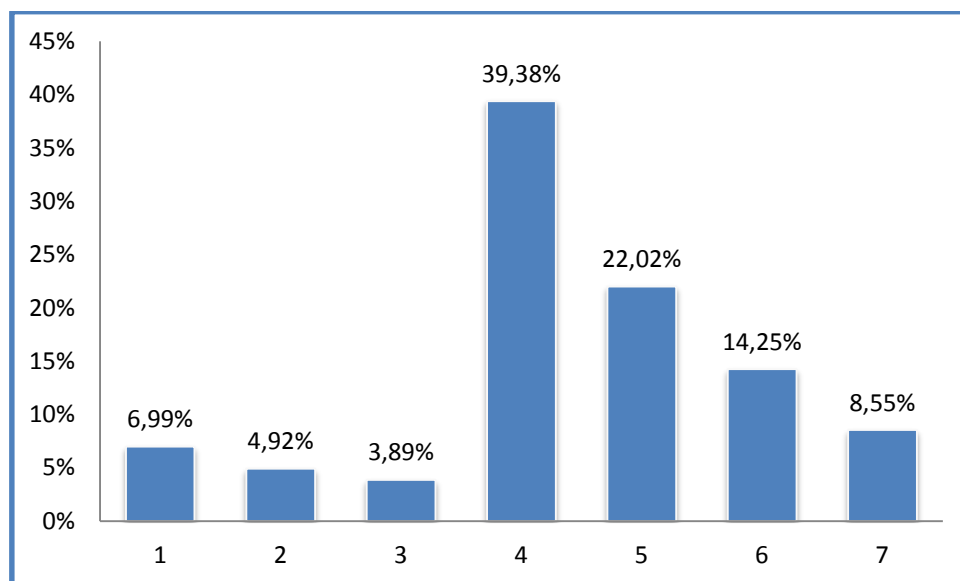
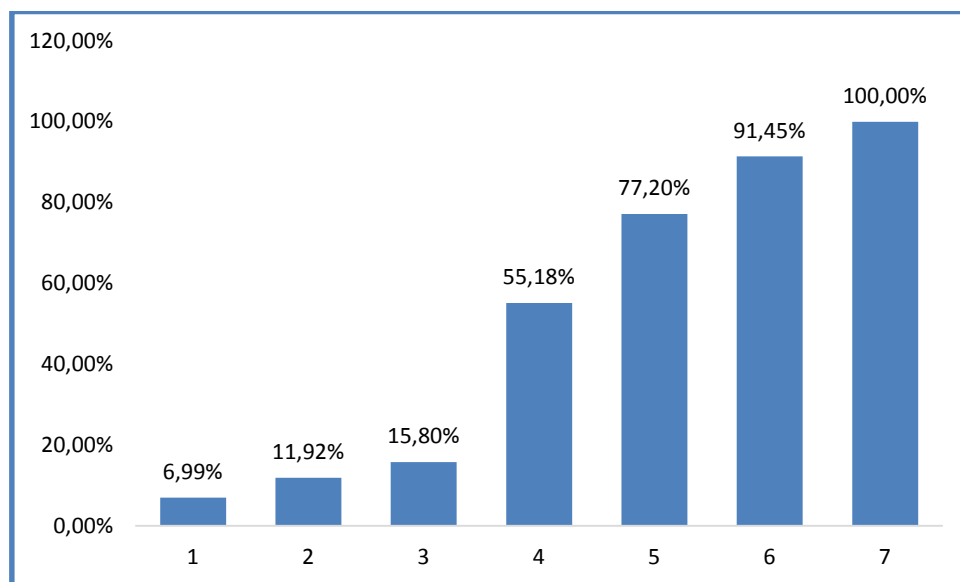


Grafico 12b. Domanda 23: “...nei periodi di grave turbolenza dei mercati – badi solo in quelli! - Lei ricorre di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”, alle opinioni, ai pareri e alle previsioni di colleghi, esperti, agenzie, ecc.?” (da 1, “di meno”, a 7, “di più del solito”). Percentuali cumulate.



Dalle risposte a questa domanda emerge in modo significativo innanzitutto, che la percentuale più alta, cioè il 39,38% dei promotori finanziari, si attesta sul valore 4, cioè ha risposto che anche in tempi di crisi si comporta “allo stesso modo”; quindi un discreto numero di promotori finanziari dichiara di non modificare il proprio atteggiamento.

Se però poi si sommano i valori dal 5 al 7 si nota che un consistente gruppo di promotori finanziari (ben il 44,7%) dichiara di ricorrere più del solito agli altri, mentre se si sommano i valori dall'1 al 3 si nota che solo una esigua minoranza di promotori finanziari (15,8%) dichiara di ricorrere meno del solito agli altri durante la crisi. Le risposte a questa domanda paiono quindi andare nella direzione dell'ipotesi che nei periodi di turbolenza cambi il comportamento di ascolto altrui: le crisi generano ansia, incertezza che vengono compensate con un aumento del ricorso alle opinioni altrui.

Grafico 13a. Domanda 24: “Sempre nei periodi di grave turbolenza dei mercati – badi, ancora solo in quelli! - Lei si uniforma all’opinione comune di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”? Diventa, cioè, più “conformista” e consiglia ai clienti i prodotti più scelti e con rating maggiore delle SAM ritenute con maggiore fama di capacità di gestione e di analisi dei mercati?” (da 1, “sono meno “conformista” del solito”, a 7, “più “conformista” del solito”).

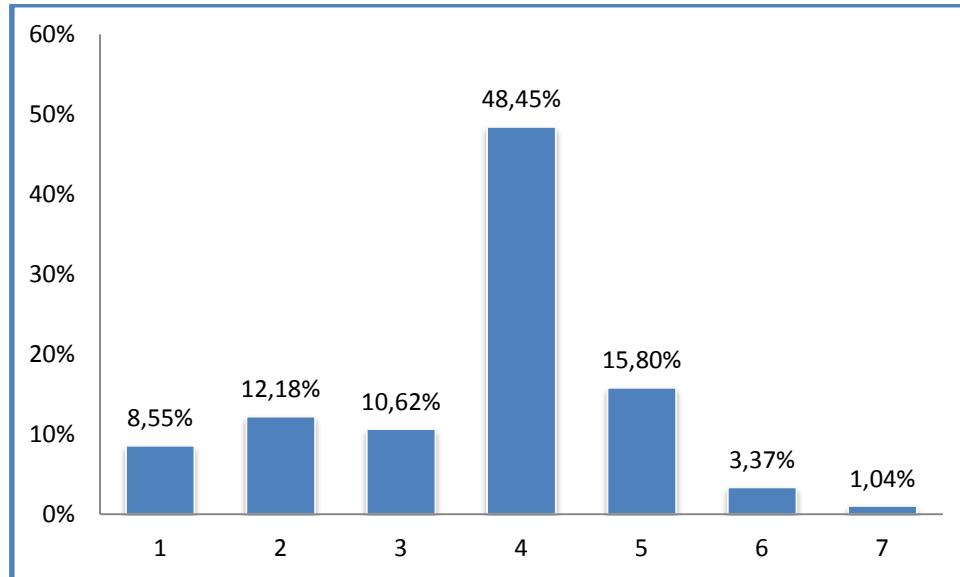
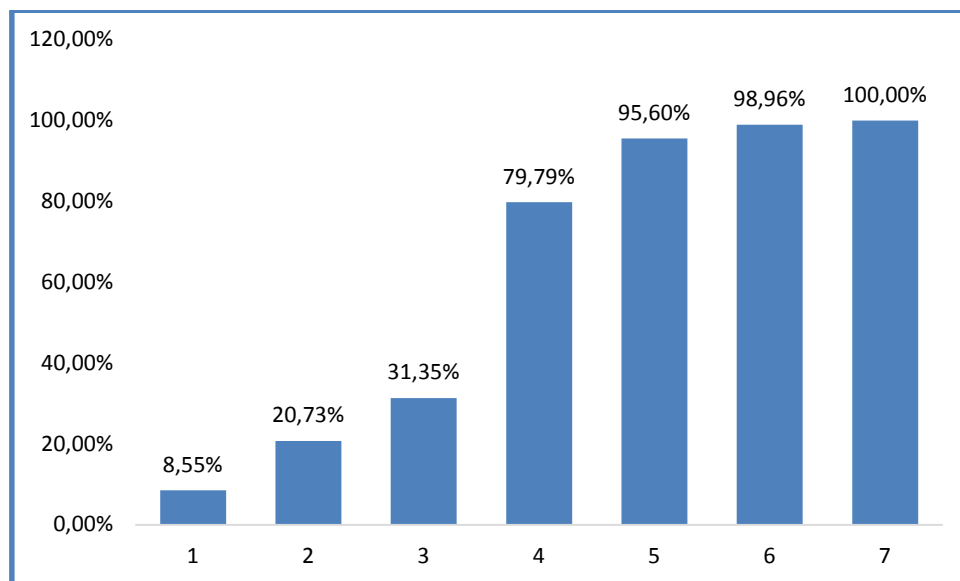


Grafico 13b. Domanda 24: “Sempre nei periodi di grave turbolenza dei mercati – badi, ancora solo in quelli! - Lei si uniforma all’opinione comune di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”? Diventa, cioè, più “conformista” e consiglia ai clienti i prodotti più scelti e con rating maggiore delle SAM ritenute con maggiore fama di capacità di gestione e di analisi dei mercati?” (da 1, “sono meno “conformista” del solito”, a 7, “più “conformista” del solito”). Percentuali cumulate.



Anche a questa domanda quasi la metà dei soggetti, il 48,45%, risponde che si comporta “allo stesso modo”, (livello 4). Il resto si distribuisce tra i livelli 1-3 e 5-7 ma con una preponderanza sui livelli inferiori (31,3%) rispetto a quelli superiori (20,2%). Pare, quindi, che i partecipanti non aumentino il proprio conformismo nei periodi più difficili di turbolenza, anzi lo riducano.

Confrontando i due grafici relativi rispettivamente al ricorso agli altri (grafico 12, domanda n. 23) ed al conformismo (grafico 13, domanda n. 24) si può dire che circa l'80% dei promotori finanziari, in tempo di crisi, non diventa più conformista (o lo diventa meno), cioè non appiattisce le proprie scelte solo sul rating dei prodotti, mentre, al contrario, circa l'84% dei promotori finanziari vede aumentare il ricorso alle opinioni altrui. Dunque le crisi generano nei promotori finanziari ansia/incertezza, che essi cercano di compensare con il ricorso alle opinioni altrui, ma non generano in loro rinuncia al proprio ruolo di previsore, cioè non aumentano il conformismo.

Dalla ricerca emerge che i promotori finanziari ritengono di non possedere conoscenze adeguate per fare previsioni in piena autonomia e per questo tendono a fare proprie le previsioni già confezionate da esperti o da agenzie, oppure a fare proprie le previsioni di colleghi di loro fiducia, ossia a ricorrere all'imitazione (Herding Behavior), considerata una forma di strategia povera dalla Finanza Comportamentale.

Le loro capacità previsionali vengono influenzate in modo particolare soprattutto dalle opinioni di esperti e agenzie piuttosto che da quelle dei colleghi. In questo modo i promotori finanziari entrano a fare parte di reti informali di scambi di informazioni e di indicazioni di investimento molto articolate e complesse, che tendono a ridurre le disparità di opinioni anche se non a eliminarle del tutto.

Nelle fasi di crisi dei mercati finanziari è probabile che le reti si infittiscano, diventino sempre più ricche di collegamenti, fino a connettersi in un'unica rete, anche al di là dei mezzi di comunicazione, così che la tendenza all'uniformità prende il sopravvento.

Anche i clienti manifestano nei confronti dei propri promotori finanziari un grado di influenza superiore a quanto ci si potrebbe aspettare: questa influenza è però bidirezionale in quanto anche gli stessi promotori finanziari hanno un ruolo rilevante nell'influenzare le scelte di investimento dei clienti.

A conclusione si può dire dunque che i risultati confermano l'importanza giocata dall'ambiente in cui è immerso il promotore finanziario sulla costruzione delle previsioni che egli stesso effettua. La testimonianza diretta di quanto egli ricorra agli altri per formulare le proprie previsioni è fondamentale per comprendere l'attuale concetto di mercato finanziario visto come aggregato di individui che attraverso comportamenti di imitazione e di influenza reciproca sono in grado di spostare gli equilibri, e non più, come a lungo sostenuto, visto solo come un insieme di singoli investitori isolati tra loro nelle decisioni.

Analizzando in modo più dettagliato le risposte date alle singole domande, emerge quanto segue.

Le domande n. 8 e n. 9 relative l'una all'autonomia nel fare previsioni (domanda n. 8), l'altra al ricorso agli altri nel fare previsioni (domanda n. 9) potrebbero essere intese come complementari, nell'analisi dei dati, quindi, ci si potrebbe aspettare una sorta di simmetria. Dalle risposte date (vedi grafici 7 e 8) però emerge una tesi differente. Osserviamo, infatti, il grado di autonomia fermarsi sostanzialmente sotto il 50%, con uno significativo abbassamento delle percentuali relative ai valori dal 60 al 100%. Per il ricorso agli altri si vede, invece, una distribuzione piuttosto equa tra i due estremi con un picco sulla metà. Questo può avere senso considerando l'opinione che sia bassa la possibilità di fare sensate previsioni sul futuro, ma apre una domanda relativamente a chi o cosa possa coprire nell'agire quotidiano il vuoto lasciato.

Considerando in particolare il ricorso agli altri nel formare le proprie previsioni (domanda n. 9), bisogna sottolineare che questo aspetto ha un ruolo centrale nel nostro discorso, in quanto sostanzialmente va a misurare l'imitazione. Come visto solo il 20% dei promotori finanziari assegna un'importanza media alle previsioni altrui, mentre tutti gli altri si distribuiscono quasi equamente in maniera decrescente verso i due estremi. Un altro dato importante da sottolineare, per le nostre ipotesi, è che solo il 3,6% risponde "0%"; questo significa che solo una percentuale irrisoria dei soggetti dichiara di agire in modo completamente autonomo. Si può dire che i risultati emersi dal nostro campione confermino che l'imitazione è sempre in qualche modo presente, sia pure in percentuale minima, e smentiscano l'idea che gli operatori si comportino come individui slegati dall'ambiente in cui sono immersi. Si può sostenere, inoltre, che il ruolo giocato dall'imitazione sia anche abbastanza incisivo dal momento che il 58,67% utilizza le previsioni altrui per almeno il 50%.

Definiscono ancor meglio questo discorso le risposte alle domande n. 10 e n. 11 relative alla misura in cui si ricorre ai soli colleghi (domanda n. 10) e alla misura in cui si ricorre ai soli esperti/agenzie (domanda n. 11).

Dai rispettivi grafici 9 e 10 notiamo un deciso spostamento verso il basso dei livelli di importanza attribuita ai colleghi ed una più equa distribuzione dell'importanza riconosciuta nei confronti di esperti ed agenzie, con il picco sulla metà. Anche qui si manifesta una non complementarità, simile a quello già emersa nelle risposte alle domande n. 8 e n. 9 relative alla autonomia nel generare previsioni ed al ricorso agli altri. In ogni caso, mentre pare che i promotori finanziari non attribuiscono un ruolo di primo piano alle previsioni formulate dai colleghi, il valore riconosciuto all'opinione di esperti ed agenzie è discreto, considerando che la somma delle percentuali dalla risposta "50%" a salire è pari al 55,3%. Emergono, dunque, due idee: una è che il parere degli esperti/agenzie giochi un ruolo importante nel comportamento imitativo, l'altra è che ci sia uno scarto tra l'importanza riconosciuta alle opinioni degli esperti, rispetto a quella attribuita ai colleghi. Nei grafici 9 e 10 si rintracciano due dati significativi che vanno a sostegno di queste idee. Alla domanda n. 11, solo il 3,8% dichiara di non considerare in alcun modo il parere degli esperti/agenzie; quasi tutti, di conseguenza, imitano in qualche modo gli esperti/agenzie, fosse anche solo per una piccola percentuale. Alla domanda n. 10, invece, ben il 15,4% risponde di non tenere in alcun conto il parere dei colleghi; a questo livello, quindi, si può notare lo scarto con quel 3,8% di rispondenti che dichiarano di non considerare per niente gli esperti/agenzie. In ogni caso, rimane il fatto che la percentuale di persone che dichiara di non ascoltare del tutto i colleghi non è molto alta, il che significa che quest'ultimi hanno sempre un certo peso.

In continuità con le precedenti si collocano le domande n. 23 e n. 24 che si concentrano, l'una sul ricorso agli altri per formulare previsioni nei periodi di turbolenza, e l'altra sul conformismo nei periodi di turbolenza. Osservando in particolare i risultati relativi al ricorso agli altri (domanda n. 23), possiamo dire che essi sembrano andare a sostegno della seconda ipotesi, cioè che nei periodi di turbolenza cambi, in questo caso si accentui, il comportamento di ascolto altrui. Si afferma questo in quanto dal calcolo delle frequenze emerge che la somma delle risposte che si posizionano sopra la metà corrisponde al 44,8% mentre la somma delle risposte che si posizionano sotto la metà è pari al 15,8%. Di conseguenza, se è vero che una grossa fetta, il 39,4% dei promotori finanziari, si pone a metà, cioè risponde di agire esattamente allo stesso modo, è fondamentale sottolineare che una parte ancora più alta di promotori finanziari (il 44,8%) dichiara, in modo più o meno accentuato, di cambiare la presa

in considerazione delle opinioni e previsioni altrui nei periodi di grave turbolenza, nel senso di fare maggiore ricorso ad esse. Per il conformismo (domanda n. 24) la situazione è diversa, ma ciò non deve sorprendere. Il picco corrispondente quasi alla metà delle risposte (48,45%) si posiziona anche qui al centro, ossia la maggior parte dei promotori finanziari dichiara di non cambiare modo d'agire, il resto si distribuisce sui livelli inferiori e superiori, ma con una differenza rispetto a quanto si è verificato nella domanda precedente, perché qui la percentuale più alta (31,3%) è quella di chi dice di essere meno conformista del solito contro il 20,2% che dichiara di esserlo di più. Abbiamo già detto che è diverso parlare di conformismo e di ricorso agli altri, bisogna aggiungere che l'imitazione si associa di più al secondo. Essa, infatti, sottende l'esistenza di un altro da sé e pare intendersi come imitazione di fatto di un modo di agire, che scaturisce da un'opinione, una previsione; la persona osserva gli altri e mette in atto comportamenti simili al loro. Nel nostro caso, il promotore finanziario si attiva per ascoltare le opinioni altrui, per capire quali siano le previsioni degli altri sugli andamenti futuri dei mercati finanziari e cerca di acquisirle al fine di formare le proprie previsioni. Esiste quindi da parte del promotore finanziario un mettersi in gioco e formulare previsioni, sia pure attraverso l'appropriarsi delle previsioni altrui, cioè attraverso l'imitazione degli altri. Ricordando quanto detto sul conformismo, esso in questo caso si manifesta come il semplice suggerire gli investimenti con le migliori valutazioni prodotte dalle agenzie di rating, evitando di assumersi responsabilità. Qui il promotore finanziario decide di non provare neanche ad analizzare il mercato finanziario, praticamente non si mette in gioco attraverso la formulazione di proprie previsioni ed è esattamente questo il punto che differenzia il conformismo dal ricorso agli altri. È evidente, dunque, quanto il conformismo sia distante dall'idea di osservazione ed imitazione dell'altro. Riassumendo, i risultati delle analisi sia sul ricorso agli altri che sul conformismo in periodi di turbolenza, paiono rafforzare l'idea che nei periodi di turbolenza l'impatto imitativo si rafforzi ed aumenti maggiormente, rispetto ad altri possibili atteggiamenti, quali il conformismo, che, anzi, vanno addirittura lievemente a diminuire.

Analizzando ora le risposte alla domanda n. 21 (grafico 11), l'unica domanda presa in considerazione attinente al rapporto promotore finanziario-cliente, emerge un dato da prendere in attenta considerazione. L'influenza delle analisi /aspettative dei clienti sulla formazione delle previsioni del promotore finanziario si rivela molto più presente rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato, anche se non sempre è particolarmente rilevante. Per essere più chiari, la percentuale di promotori finanziari che dichiara che le proprie previsioni non sono

in alcun modo indirizzate dalle analisi/aspettative dei clienti è solo il 19,17%, il che vuol dire che la maggior parte dei promotori finanziari ritiene che le proprie previsioni sono, in modo più o meno significativo, condizionate dai propri clienti. Considerando il ruolo di consulenza professionale che il promotore finanziario incarna, il dato è significativo poiché presupporrebbe l'esistenza di un rovesciamento di ruoli, di una circolarità dell'influenza che si muove anche dal basso verso l'alto. Proprio l'eccezionalità di questo risultato, tuttavia, obbliga ad una certa cautela nell'utilizzo dello stesso in quanto potrebbero essersi verificati fraintendimenti di qualche genere nella lettura della domanda.

Alcune analisi più approfondite.

Consideriamo ora il punto centrale della ricerca ossia il ricorso agli altri per formare le proprie previsioni (domanda n. 9), esso presenta varie correlazioni possibili di cui una particolarmente apprezzabile ($r=.650$, sig .000) con il ricorso ai soli esperti/agenzie (domanda n. 11). Quest'associazione va a rafforzare l'idea, sostenuta nella discussione precedente, che il ricorso agli altri per formare previsioni sia soprattutto vissuto come un guardare agli esperti. In ogni caso, si registra anche una correlazione del ricorso agli altri (domanda 9) con il ricorso ai soli colleghi (domanda n. 10); il suo valore, però, è decisamente più basso: $r=.206$, sig .000. Alla luce di quanto detto in precedenza, inoltre, non è sorprendente che il ricorso agli altri (domanda 9) si associ di più con il ricorso agli altri nei periodi di turbolenza (domanda n.23), $r=.359$ e sig .000, piuttosto che con il conformismo in periodi di turbolenza (domanda n. 24), $r=.259$ e sig .000. Da ultimo, evidenziamo un'altra debole correlazione riscontrata fra il ricorso agli altri e la variabile Anni di vita lavorativa come promotore finanziario; $r=-.163$, sig .001.

Riprendendo l'idea che il ricorso agli altri sia associato più che altro al prendere in considerazione il parere degli esperti/agenzie, a rafforzarla va la correlazione ($r=.309$, sig .000) tra il ricorso ai soli esperti/agenzie (domanda n. 11) ed il ricorso agli altri nei periodi di turbolenza (domanda n. 23). Per contrasto, in linea con ciò che si sta dicendo, la correlazione fra il ricorso ai soli colleghi (domanda 10) ed il ricorso in generale agli altri nei periodi di turbolenza (domanda n. 23) è molto debole ($r=.112$, sig .028). Da segnalare ancora è la correlazione apprezzabile ($r=.336$, sig .000) tra il ricorso agli altri nei periodi di turbolenza (domanda n. 23) ed il conformismo nei periodi di turbolenza (domanda n. 24).

Spostandoci sul rapporto promotore finanziario-cliente, osserviamo che l'influenza dei clienti sul promotore finanziario (domanda n. 21) correla molto debolmente ($r<.2$) con l'autonomia nel fare previsioni (domanda n. 8) e il ricorso ai soli colleghi (domanda n. 10).

Da questa ricerca emergono sostanzialmente due temi importanti.

In primo luogo, è stata confermato sia che l'imitazione esiste sia che essa, pur giocando un ruolo abbastanza rilevante in ogni periodo, vede aumentare il proprio peso nei momenti di grande volatilità rilevata sui mercati finanziari. La ricerca condotta, infatti, porta risultati positivi a favore di un'imitazione altrui che risulta essere associata prevalentemente al ricorso al parere degli esperti ma anche a quello dei colleghi, seppure in modo più marginale, e che si vede aumentare nei periodi di turbolenza. Questi due elementi vanno a sostenere, rispettivamente, due idee. Innanzitutto, dal momento che gli operatori professionali muovono grossi capitali, è sensato supporre che l'esistenza del fenomeno imitativo fra di essi giochi un ruolo nel provocare ampie oscillazioni dei prezzi, cioè nel determinare quell'eccesso di volatilità che l'Efficient Market Hypothesis non riesce a spiegare. Inoltre l'incremento dell'imitazione nei periodi di turbolenza spinge a ritenere sensato supporre che sia proprio essa a condurre a forme di euforia e panico nel momento in cui la turbolenza si fa particolarmente profonda.

In secondo luogo, è venuta alla luce l'idea che possa esistere anche una certa influenza che si muove dal basso verso l'alto. Dalla ricerca, infatti, è emerso un dato, che merita di essere approfondito, che vede una grande maggioranza di promotori finanziari condizionata, seppur anche solo in piccola parte, dai propri clienti. Questo testimonierebbe l'esistenza di una circolarità dell'influenza che si rivela un aspetto estremamente interessante. In ogni caso, va sottolineato che proprio l'eccezionalità del dato spinge a trattarlo con grande cautela.

4. La gestione della crisi: Fineco 2015.

4.1 Obiettivo e modalità.

La terza ricerca presa in esame in questa tesi indaga alcuni aspetti del ruolo del promotore finanziario durante un periodo di crisi, nello specifico quello cinese dell'estate del 2015.

Premesso che l'intento di questa ricerca può essere solo esplorativo, come già detto anche per le altre due, va precisato che l'obiettivo specifico è stato quello di verificare se e quanto siano cambiati gli atteggiamenti dei promotori finanziari in un momento di crisi ben preciso, quello generato dal panico borsistico conseguente al crollo della borsa cinese nell'agosto 2015, rispetto a periodi relativamente tranquilli, come quelli a cui fa riferimento la ricerca precedente. In particolare si sono indagate le capacità previsionali dei promotori finanziari e il loro comportamento gregario, oltre alle capacità gestionali nei confronti dei clienti, durante il periodo di turbolenza preso in esame.

Il questionario oggetto di studio è stato somministrato in un'unica sessione, in collaborazione con alcuni rappresentanti di Fineco, ad un gruppo di promotori finanziari nel corso di un seminario tenuto presso l'Università degli Studi di Milano-Bicocca dal prof Ferrari nel mese di settembre 2015. Durante questo seminario sono stati presentati anche alcuni dati relativi alla gestione della relazione da parte del promotore finanziario, in particolare alcuni risultati emersi nel corso della seconda ricerca trattata in questa tesi.

4.2 Campione.

Il campione è costituito da 83 promotori finanziari, presenti al seminario, che sono stati disponibili a rispondere al questionario somministrato durante il seminario stesso. Il numero e la scelta sono stati casuali e forzati, dettati dal fatto che si voleva indagare un fenomeno appena accaduto e questo era l'unico campione disponibile in tempi brevi.

Variabili socio-anagrafiche.

Genere: come appare immediatamente evidente dal grafico 1, è netta la prevalenza di promotori finanziari maschi, l'83% sono uomini, mentre solo il 13% sono donne.

Età anagrafica: i partecipanti hanno un'età anagrafica (si veda grafico 2) che va dai 27 ad oltre i 60 anni, con la grande maggioranza che si colloca fra i 41 ed i 55 anni (57%); in particolare il 28% si trova nella fascia 46-50 anni, il 14% nella fascia 51-55 anni ed il 15% nella fascia 41-45 anni.

Titolo di studio: per quanto riguarda il titolo di studio, dal grafico 3 si nota che la maggioranza è costituita da diplomati (49%), seguita a breve distanza dai laureati (45%).

Grafico 1: genere, percentuali.

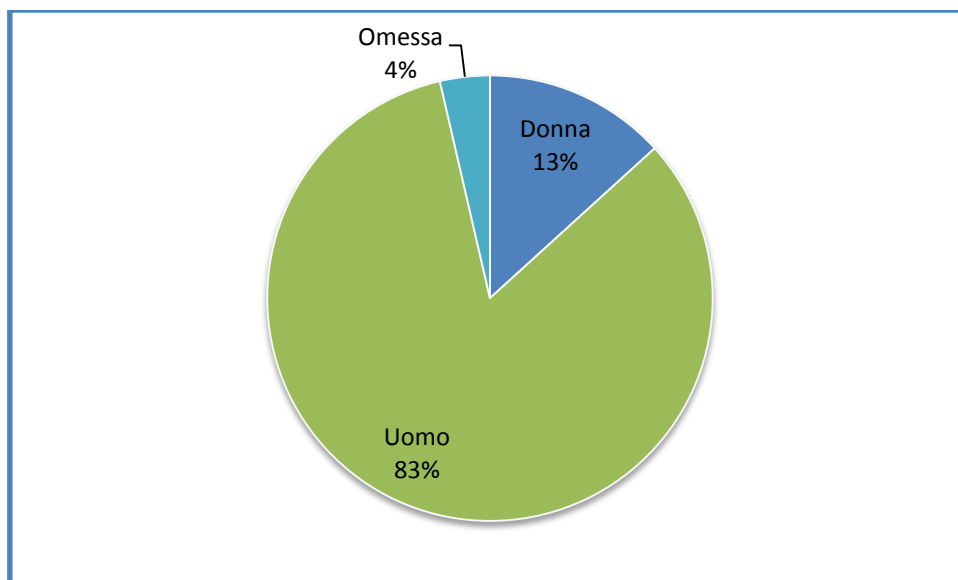


Grafico 2: età anagrafica in fasce, percentuali.

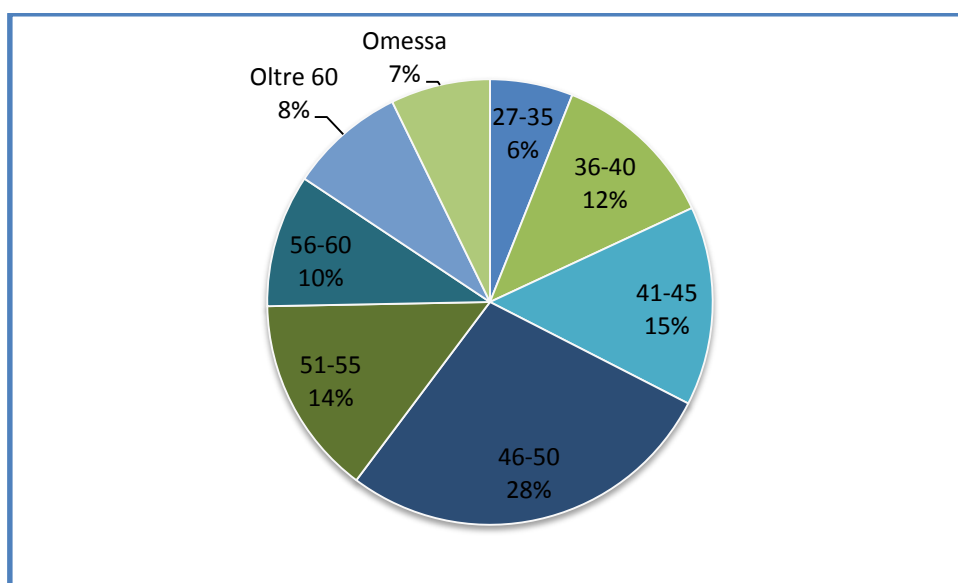
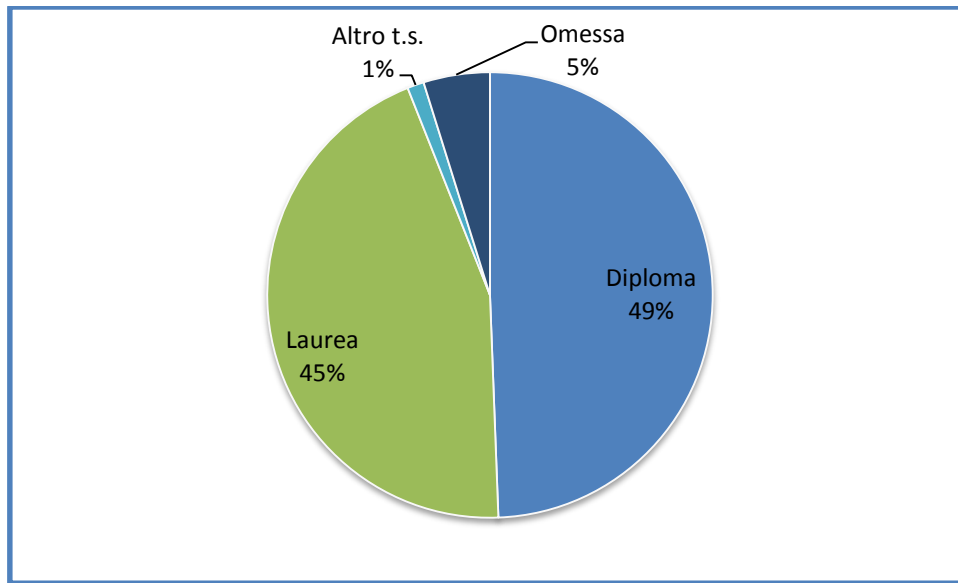


Grafico 3: titolo di studio, percentuali.



Variabili tecnico-lavorative.

Anzianità professionale: dal punto di vista degli anni di vita lavorativa in qualità di promotore finanziario (grafico 4), il campione risulta essere abbastanza giovane. Il 61% dei soggetti, quindi più della metà, si colloca ad un livello medio nella fascia 0–20 anni (l'11% nella fascia più giovane 0-10 anni e il 50 % nella fascia 11-20 anni), il 28%, appartiene alla fascia dei senior (21-30 anni) e solo l'11% alla fascia degli ultra senior (31-40 anni).

Numero clienti: entrando un po' più nello specifico dell'aspetto lavorativo, il grafico 5 presenta la distribuzione delle frequenze relative al numero di clienti seguiti. La variabile spazia da un solo cliente fino a 850 clienti, ma la maggioranza si suddivide abbastanza equamente in tre fasce: il 21% ha un numero di clienti che va da 81 a 120, il 16% da 41 a 80, il 12% da 121 a 160, il 14% da 161 a 200.

Patrimonio gestito: da ultimo, il patrimonio gestito complessivamente dalla totalità di coloro che hanno risposto al relativo quesito risulta ammontare a quasi 3000 milioni di euro con un valore medio di 33,25 milioni di patrimonio gestito. Più in dettaglio (grafico 6), si può dire che il patrimonio gestito dai singoli promotori finanziari spazia fino a 110 milioni di euro, ma la maggior parte di loro, il 50 %, gestisce patrimoni fra i 21 ed i 60 milioni, di questi il 25% gestisce la fascia che va dai 21 ai 30 milioni e il restante 25% la fascia dai 31 ai 60 milioni. Troviamo poi un 30% che gestisce fino a 20 milioni (11% fino a 10 milioni e 19% da 10 a 20 milioni) e solo il 10% la fascia più alta, da 61 a 110 milioni.

Grafico 4: anni di vita lavorativa, fasce, percentuali.

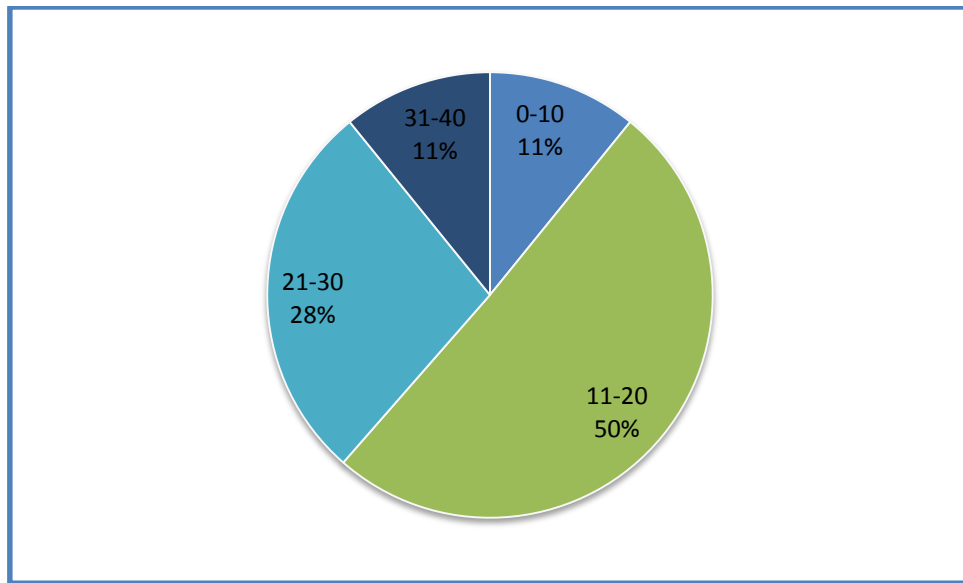


Grafico 5: numero di clienti, fasce, percentuali.

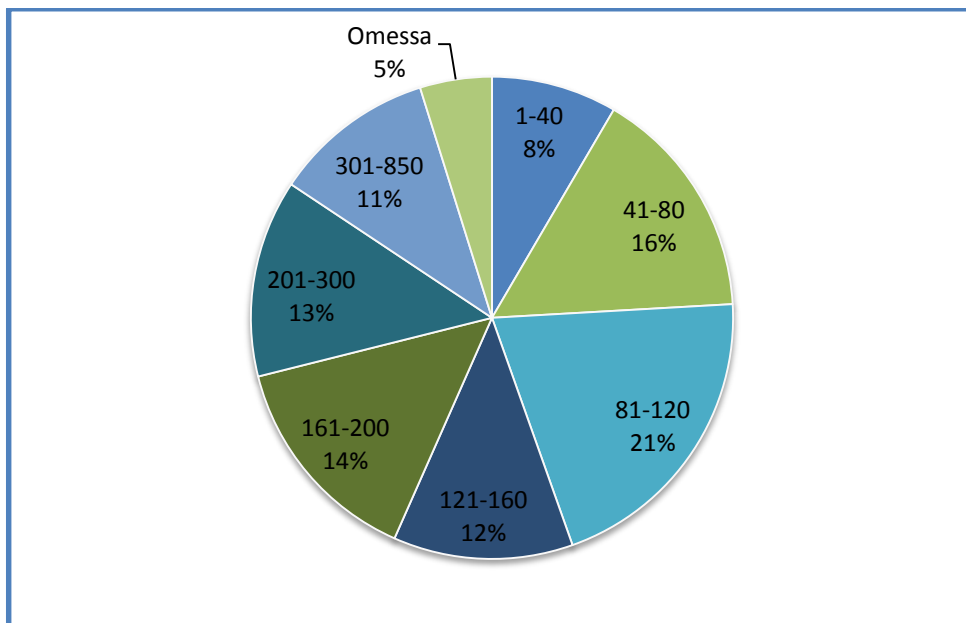
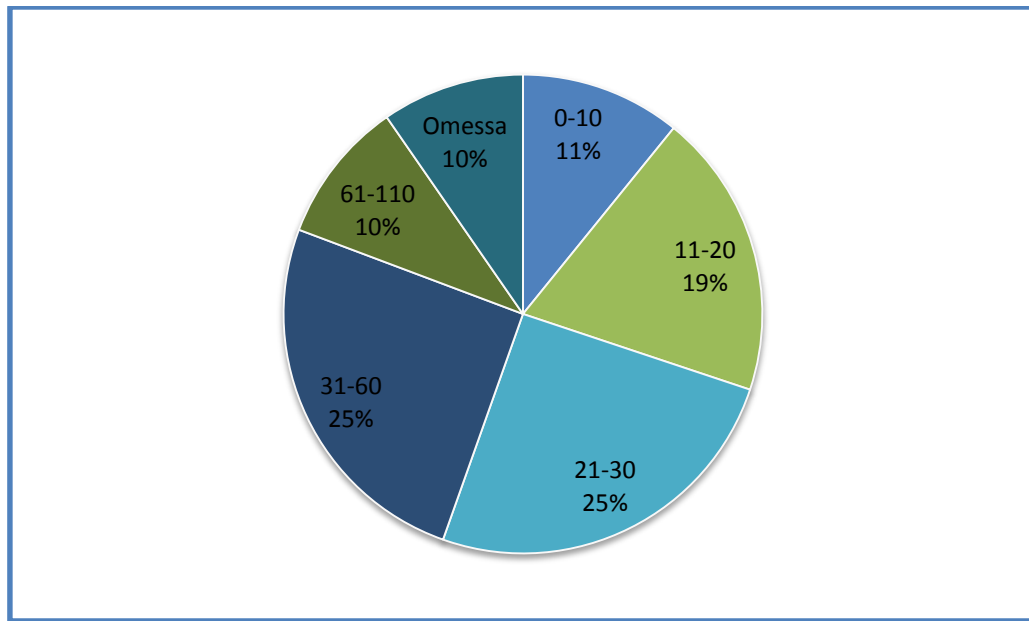


Grafico 6: patrimonio complessivo gestito, fasce, percentuali.



4.3 Questionario.

Il questionario comprende 15 quesiti, che fanno quasi tutti riferimento al periodo di crisi legato al "Panico cinese", generato dal crollo della Borsa di Shanghai nel mese di agosto 2015. Le prime due domande riguardano gli aspetti socio-demografici e tecnico-professionali e sono state utilizzate per delineare le caratteristiche del campione. Le tre successive sono le domande relative al rapporto con il cliente, ricorrenti in tutte e tre le ricerche e diventate il fulcro della prima. Infine le rimanenti dieci sono domande più specifiche nei confronti della crisi finanziaria, e riguardano la capacità di previsione, il comportamento gregario e la gestione del cliente in tempo di crisi.

4.4 Risultati e commento.

Qui di seguito vengono riportate le analisi ed i commenti relativi alle domande dalla n. 3 alla n. 15.

Le domande n. 3, n. 4 e n. 5 analizzano il rapporto con il cliente. In dettaglio, la domanda n. 3 indaga la pesantezza del rapporto con il cliente, la domanda n. 4 la fiducia del promotore finanziario sull'andamento dei mercati finanziari e sul proprio lavoro e infine la domanda n. 5 indaga la propensione al rischio da parte dei clienti.

Il tutto riferito al mese di agosto 2015.

Grafico 7a. Domanda 3: "In media che voto darebbe alla "pesantezza" del rapporto con i Suoi clienti nell'ultimo mese?" (da 1, "massima pesantezza, la fatica del rapporto con il cliente è peggiorata fino a diventare insopportabile", a 7, "massima leggerezza, il rapporto col cliente è migliorato ed è fonte di continue gratificazioni").

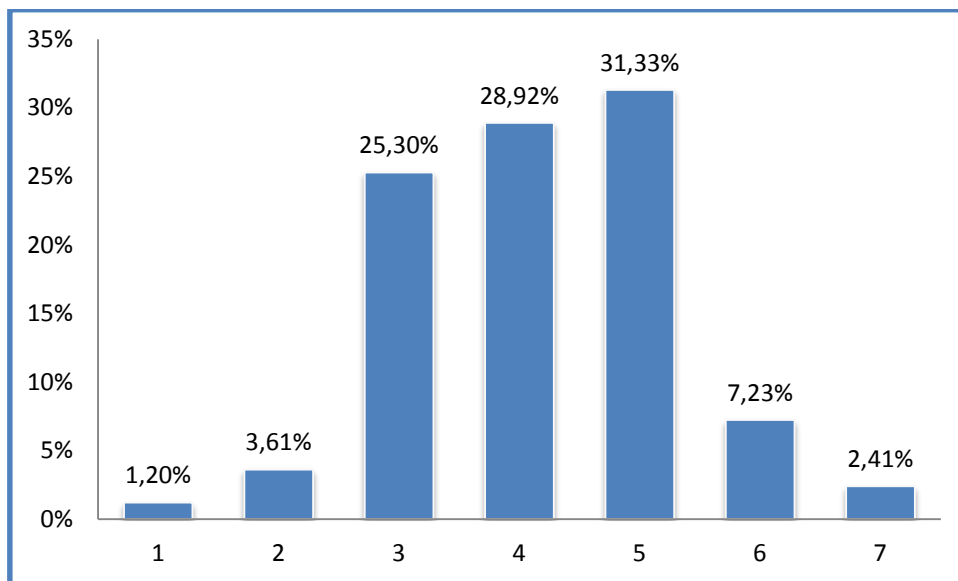
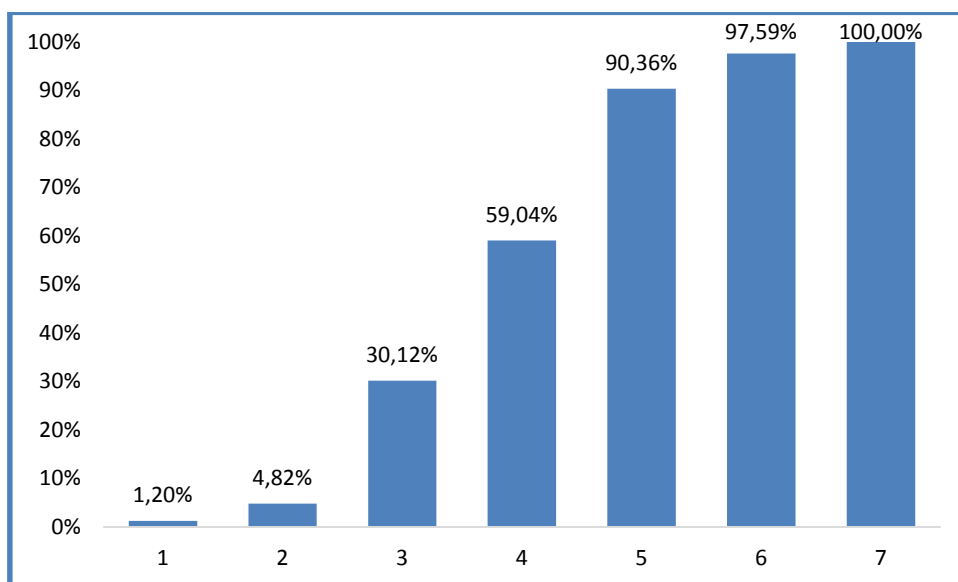


Grafico 7b. Domanda 3: "In media che voto darebbe alla "pesantezza" del rapporto con i Suoi clienti nell'ultimo mese?" (da 1, "massima pesantezza, la fatica del rapporto con il cliente è peggiorata fino a diventare insopportabile", a 7, "massima leggerezza, il rapporto col cliente è migliorato ed è fonte di continue gratificazioni").

Percentuali cumulate.



La domanda n. 3 indaga se c'è stato un aumento o meno della pesantezza del rapporto con il cliente. Dal grafico n. 7a possiamo notare che la maggior parte dei promotori finanziari dà risposte che si collocano nella parte centrale della scala, quindi possiamo ipotizzare che anche in periodi di crisi non si è evidenziato nel nostro campione un aumento della gravosità, anzi, si è verificata quasi una maggior gratificazione, forse proprio perché è stato in grado di gestire al meglio la crisi.

Quasi il 70% dei promotori finanziari infatti dichiara valori che vanno dal 4 al 7, quindi verso una maggior gratificazione del rapporto con il cliente, con una media del 4,17, mentre solo l'1,2% dei promotori finanziari dichiara che il rapporto con il cliente è così peggiorato da diventare quasi insopportabile.

Grafico 8a. Domanda 4: "Sulla base dell'esame oggettivo della situazione dell'ultimo mese, in media, che voto darebbe (da 1 a 7) alla Sua fiducia sull'andamento dei mercati finanziari e del Suo lavoro rispetto a prima?"

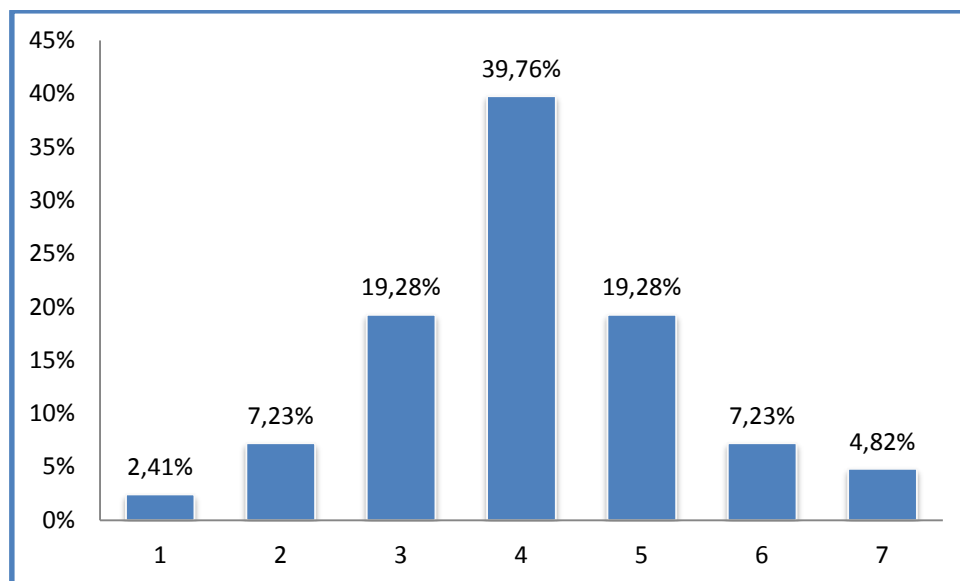
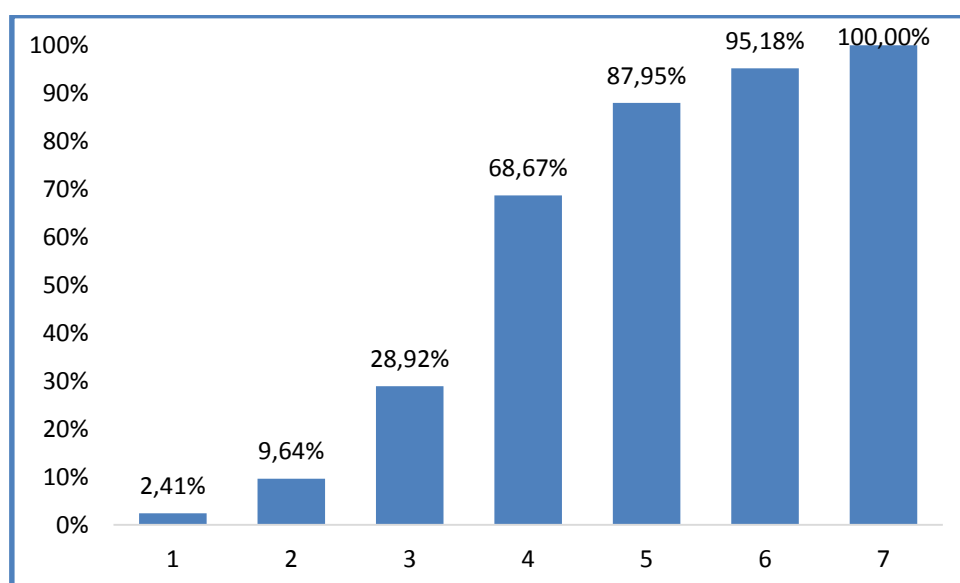


Grafico 8b. Domanda 4: "Sulla base dell'esame oggettivo della situazione dell'ultimo mese, in media, che voto darebbe (da 1 a 7) alla Sua fiducia sull'andamento dei mercati finanziari e del Suo lavoro rispetto a prima?"

Percentuali cumulate.



La domanda n. 4 indaga quanto il promotore finanziario riesca ad essere fiducioso sull'andamento futuro dei mercati finanziari, anche in seguito ad un periodo di crisi. Dal grafico n. 8a si vede che la maggior parte dei promotori finanziari (il 39,76%) mostra un grado medio di fiducia verso i mercati finanziari, mentre i pessimisti e gli ottimisti si distribuiscono in maniera quasi speculare con una solo leggerissima maggioranza di ottimisti: 41,33% contro 28,92%.

La media è uguale a 4,07.

Grafico 9a. Domanda 5: "In media, che voto darebbe alla propensione al rischio dei Suoi clienti nell'ultimo mese?"
(da 1, "minima propensione al rischio", a 7, "massima propensione al rischio").

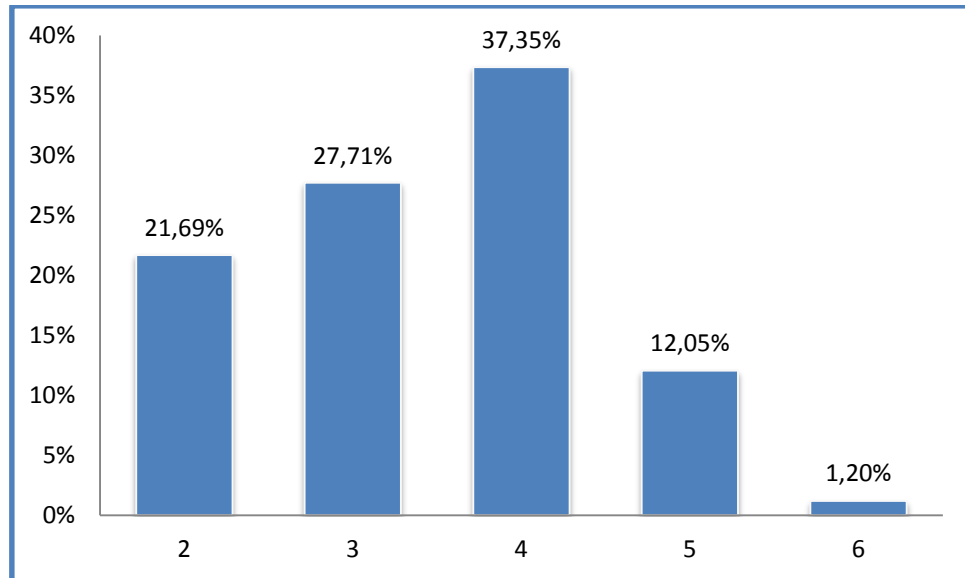
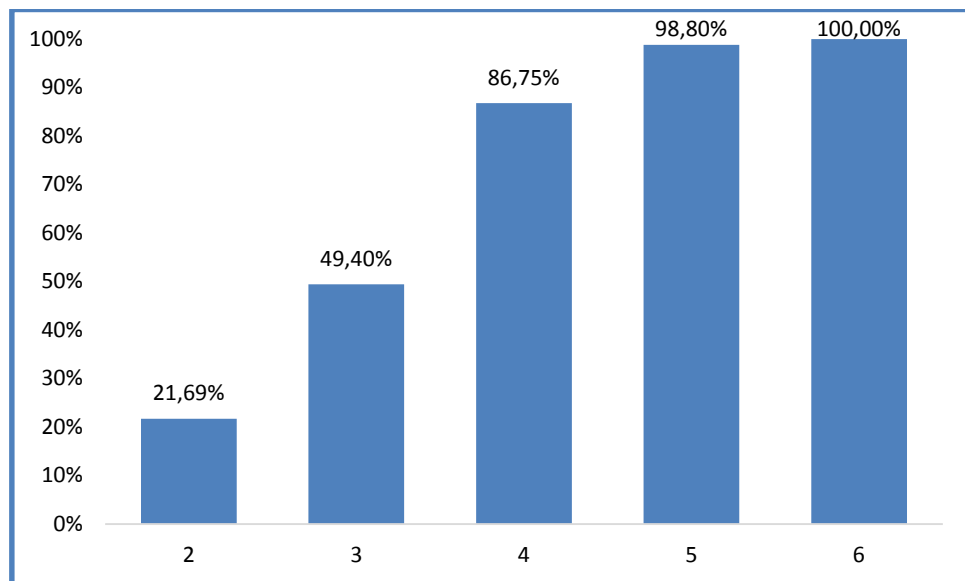


Grafico 9b. Domanda 5: "In media, che voto darebbe alla propensione al rischio dei Suoi clienti nell'ultimo mese?"
(da 1, "minima propensione al rischio", a 7, "massima propensione al rischio"). Percentuali cumulate.



La domanda n. 5 indaga la propensione al rischio da parte dei clienti e qui si vede chiaramente come la crisi si faccia sentire. Dal grafico n. 9a appare che anche se la percentuale più alta di promotori finanziari, 37,35%, si posiziona a metà, di fatto sommando i valori 2 e 3 risulta che la maggior parte dei promotori finanziari, circa il 50%, dichiara una diminuzione della propensione al rischio da parte dei propri clienti: il 27,7% risponde con un valore di 3, mentre il 21,69% con un valore di 2. Solo l'1,2% manifesta una notevole propensione al rischio.

La media è uguale a 3,43.

In questo caso si nota chiaramente come in un periodo di crisi i clienti possano spaventarsi e quindi tendere ad assumere un profilo più conservatore.

Le domande n. 6, n. 7, n. 8, n. 10 riguardano le capacità predittive di fenomeni di panico borsistico, in particolare la domanda n. 6 in relazione al promotore finanziario stesso, la domanda n. 7 in relazione ai colleghi, la domanda n. 8 in relazione alle SAM e infine la domanda n. 10 in relazione agli esperti.

Grafico 10a. Domanda 6: In che percentuale, nella sua personale opinione e pratica professionale, ha previsto gli eventi del "Panico cinese"? (da 0, "nessuna previsione", a 100, "completa previsione").

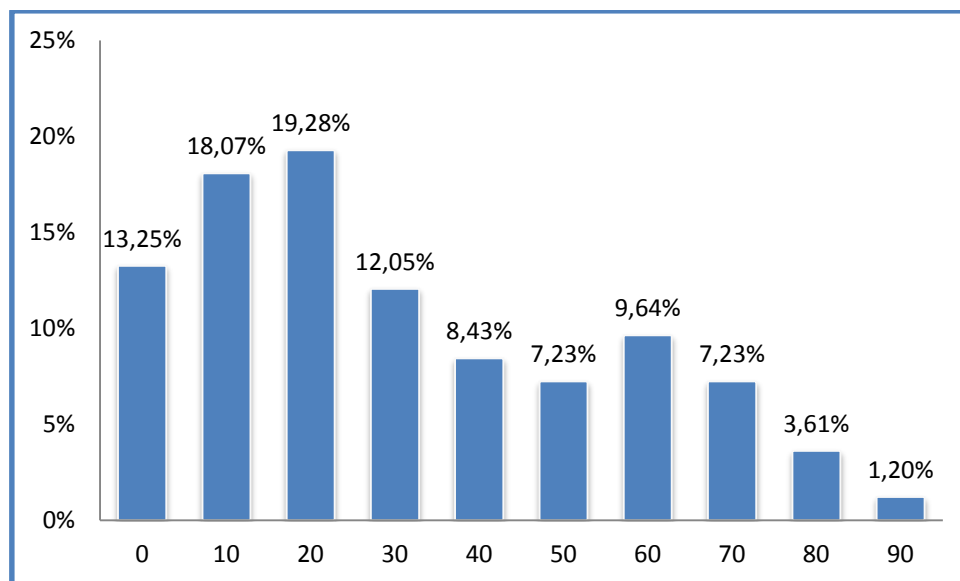
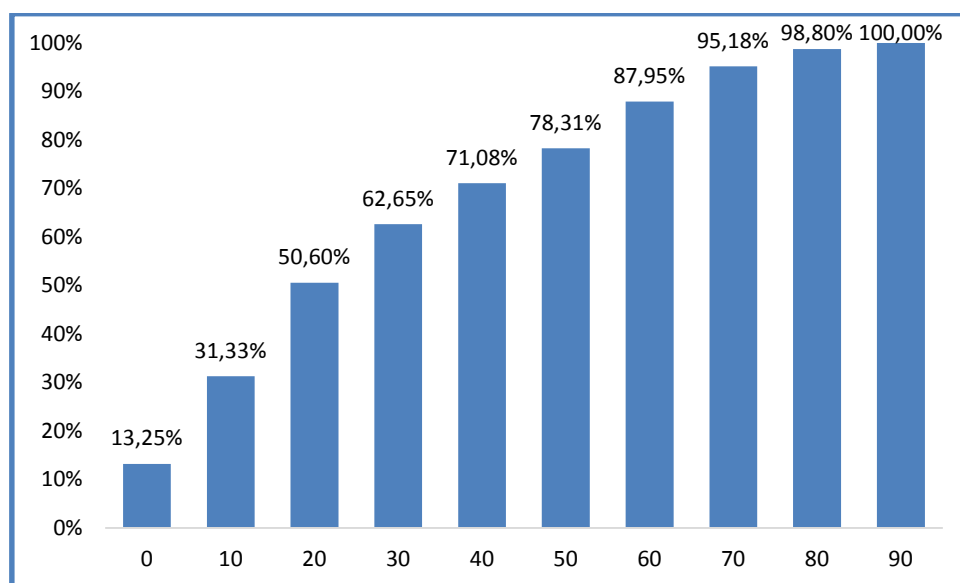


Grafico 10b. Domanda 6: In che percentuale, nella sua personale opinione e pratica professionale, ha previsto gli eventi del "Panico cinese"? (da 0, "nessuna previsione", a 100, "completa previsione"). Percentuali cumulate.



Dalle risposte alla domanda n. 6 emerge che buona parte dei promotori finanziari non è stata in grado di prevedere gli eventi del “Panico cinese” (grafico 10a). Ben più del 70% infatti si colloca tra lo 0 e il 40% di capacità previsionale, dichiarando di non averlo quasi per niente previsto o di averlo previsto solo in parte, il gruppo più consistente, il 19,28% dei promotori finanziari, raggiunge solo il 20% di previsione e il 18,07% dei promotori finanziari il 10 % di previsione. Il 13,25% dei promotori finanziari addirittura non lo ha assolutamente ipotizzato (0%).

Grafico 11a. Domanda 7: In che percentuale e per quanto ne sa, i suoi colleghi hanno previsto gli eventi del “Panico cinese”? (da 0, “nessuna previsione”, a 100, “completa previsione”).

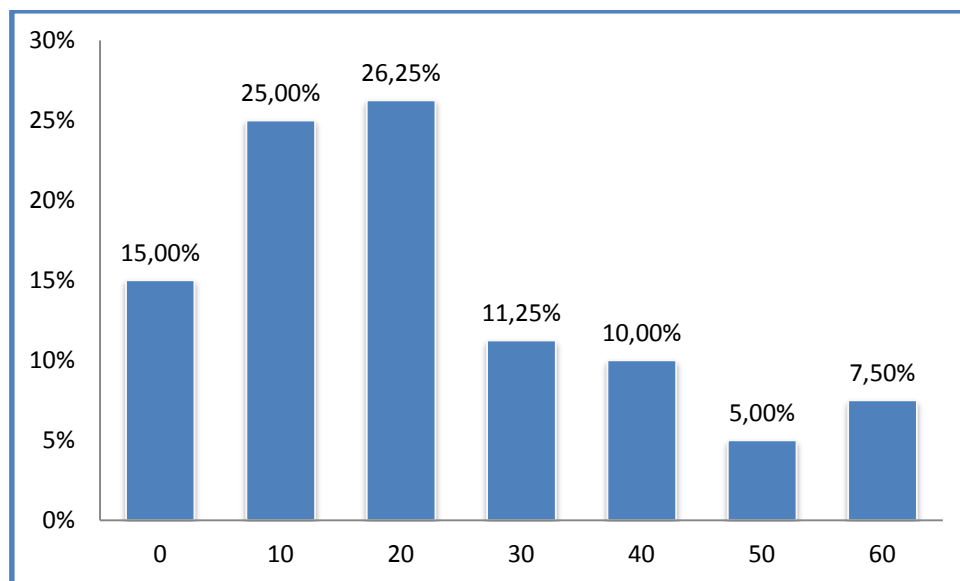
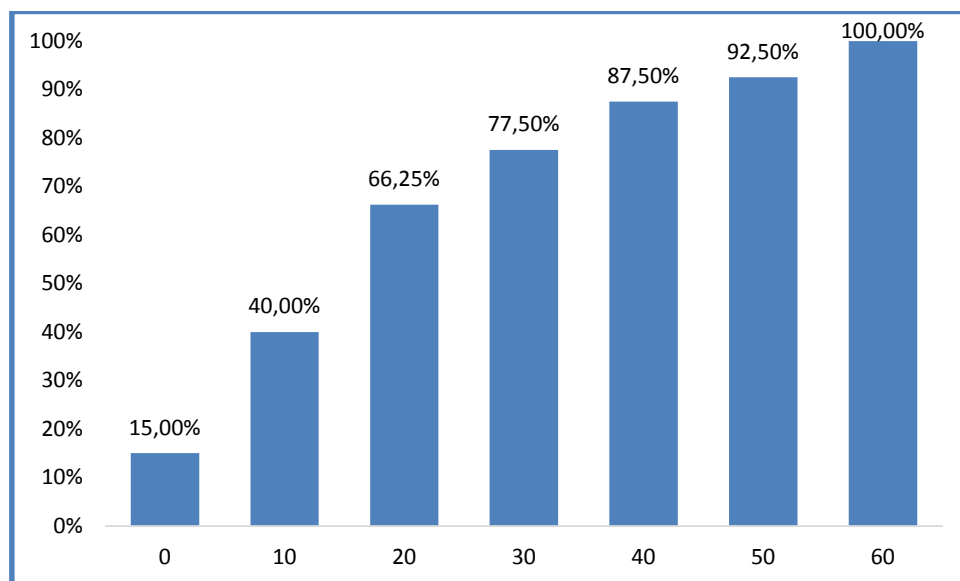


Grafico 11b. Domanda 7: In che percentuale e per quanto ne sa, i suoi colleghi hanno previsto gli eventi del “Panico cinese”? (da 0, “nessuna previsione”, a 100, “completa previsione”). Percentuali cumulative.



La domanda n. 7 è speculare alla precedente e va nella stessa direzione. Dalle risposte date (grafico n. 11a) emerge che secondo i promotori finanziari i loro colleghi non sono stati in grado di prevedere gli eventi del “Panico cinese”. In questo caso la percentuale maggiore, il 77,50% dei promotori finanziari, attribuisce ai propri colleghi tra lo 0 e il 30% di capacità previsionale, e non come nella precedente tra lo 0 e il 40%, mostrando una leggera sopravvalutazione delle proprie capacità rispetto a quelle dei colleghi. In ogni caso i valori più alti, il 26,25% e il 25% anche qui si trovano rispettivamente al 20% di capacità e al 10% della capacità previsionale. Il 15% ritiene che i colleghi non li abbiano assolutamente ipotizzati (0%).

Grafico 12a. Domanda 8: In che percentuale, gli uffici studi delle Società di Asset Management hanno previsto gli eventi del “Panico cinese”? (da 0, “nessuna previsione”, a 100, “completa previsione”).

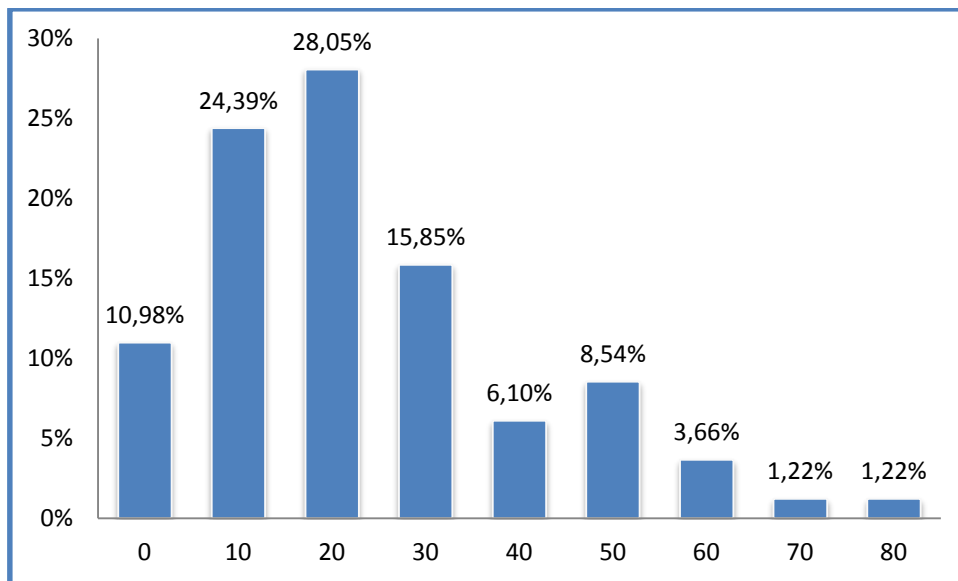
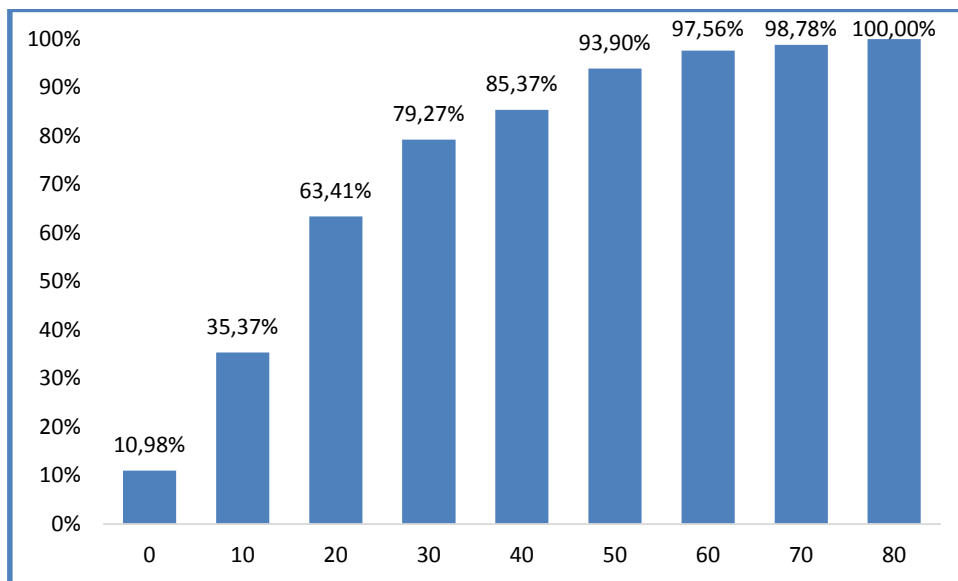


Grafico 12b. Domanda 8: In che percentuale, gli uffici studi delle Società di Asset Management hanno previsto gli eventi del “Panico cinese”? (da 0, “nessuna previsione”, a 100, “completa previsione”). Percentuali cumulate.



Le risposte alla domanda n. 8 sulla capacità previsionale di una eventuale crisi da parte della SAM mostrano che secondo i promotori finanziari anche le capacità previsionali delle SAM lasciano molto a desiderare (grafico 12a).

Secondo la maggior parte dei promotori finanziari le SAM sono state ancora più incapaci rispetto ai colleghi di prevedere il panico, con la percentuale più alta, il 79,27%, che le colloca nella fascia 0-30% di capacità previsionale. In ogni caso i valori più alti anche qui si attestano rispettivamente al 20% (28,05%), al 10% (24,39%) di capacità previsionale.

A differenza di quanto detto a riguardo di se stessi e dei colleghi però un numero più ridotto di promotori, solo il 10,98%, ritiene che le SAM non li abbiano previsti per nulla.

Grafico 13a. Domanda 10: In che percentuale, gli esperti dell'informazione specializzata hanno previsto gli eventi del "Panico cinese"? (da 0, "nessuna previsione, a 100, "completa previsione").

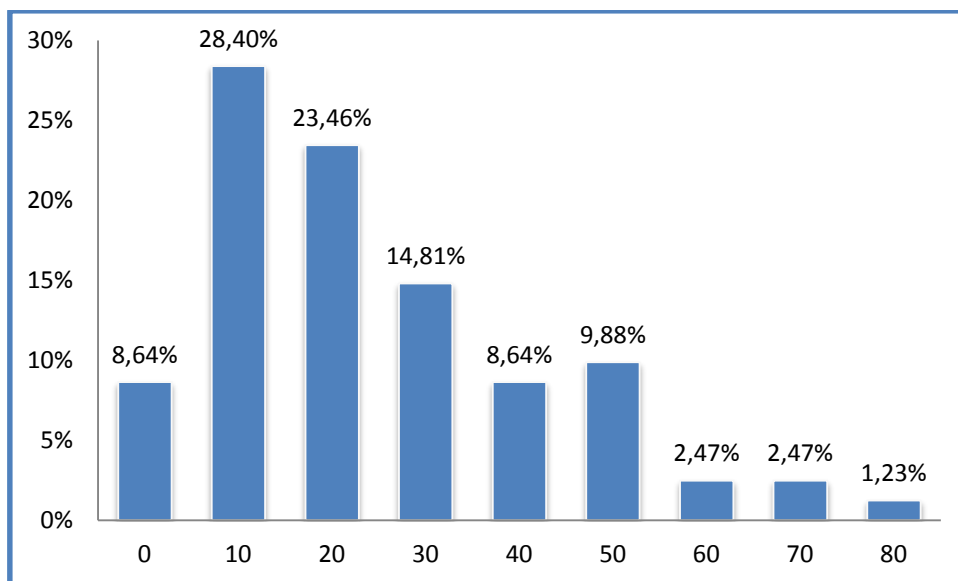
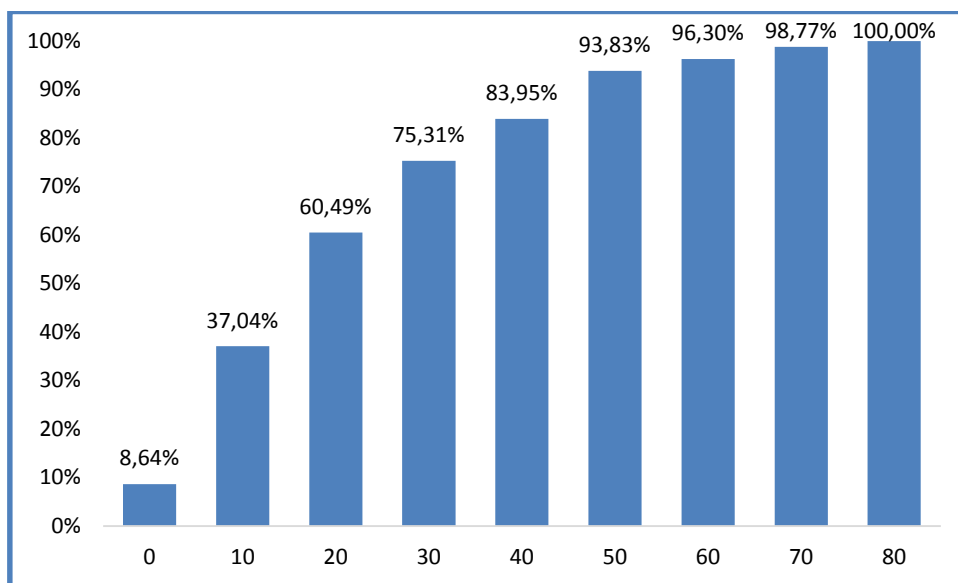


Grafico 13b. Domanda 10: In che percentuale, gli esperti dell'informazione specializzata hanno previsto gli eventi del "Panico cinese"? (da 0, "nessuna previsione, a 100, "completa previsione"). Percentuali cumulate.



Continuando con le domande relative alle capacità previsionale, anche in questo caso, domanda n. 10 (grafico n. 13a) vediamo, nella considerazione degli esperti, un andamento simile a quello rilevato nella considerazione sulle SAM.

Secondo i promotori finanziari infatti, come le SAM, anche gli organi di informazione specializzata non sono stati in grado di prevedere gli eventi del “Panico cinese”.

La maggior parte dei promotori finanziari, il 75,31% attribuisce agli esperti una capacità previsionale compresa tra 0 e 30%, con la percentuale maggiore, il 28,40% attestata al 10%, la più bassa tra tutte quelle date alle domande sulla capacità previsionale. Si evidenzia che la quasi totalità del campione, il 93,83% dà un giudizio che raggiunge al massimo il 50% della capacità previsionale.

Anche qui però, come per le SAM, il numero di esperti che si ritiene che non abbiano previsto per nulla è solo l’8,64%, inferiore a quello sia dei promotori finanziari sia dei colleghi.

Grafico 14a. Domanda 9: In che percentuale, la sua mandante ha soddisfatto le sue aspettative nel corso degli eventi del "Panico cinese"? (da 0, "nessuna previsione", a 100, "completa previsione").

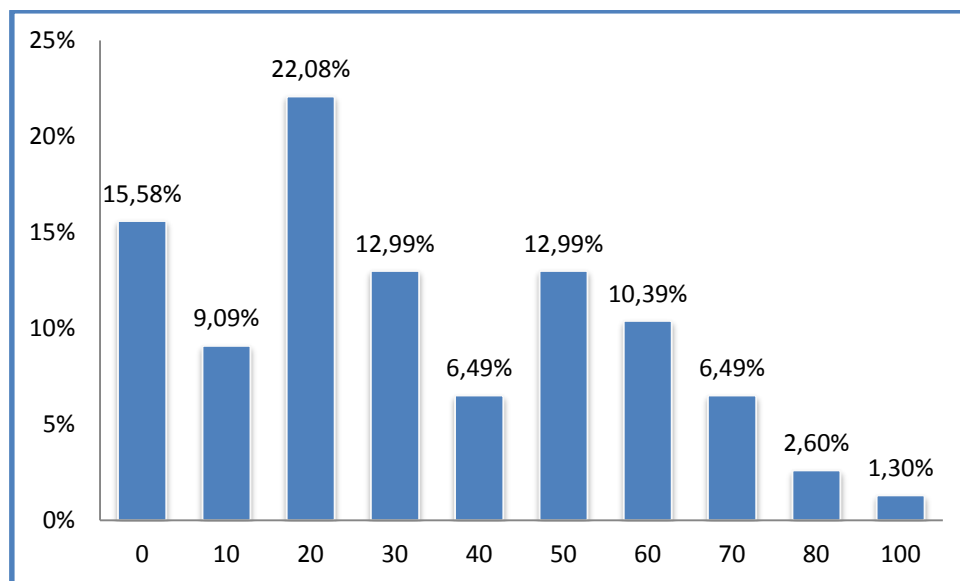
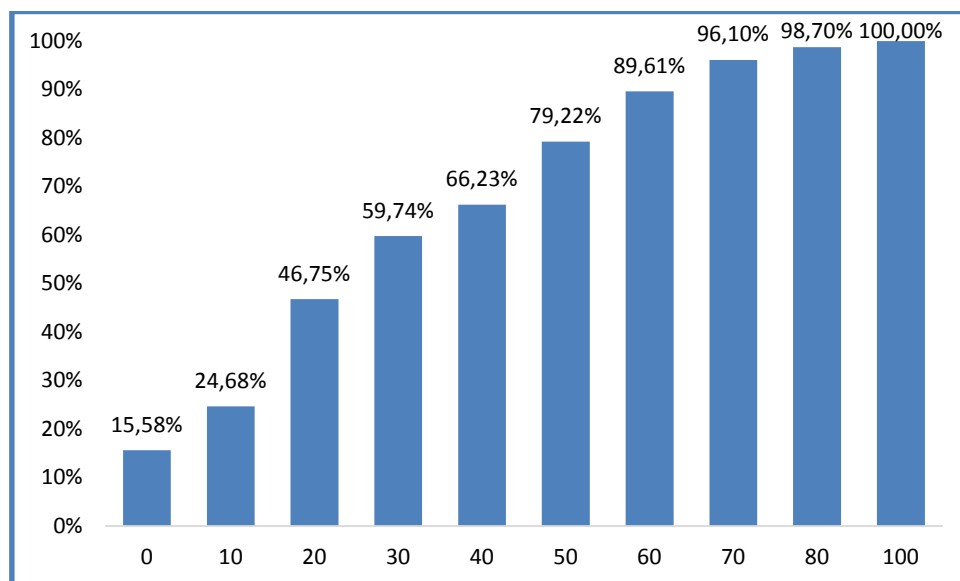


Grafico 14b. Domanda 9: In che percentuale, la sua mandante ha soddisfatto le sue aspettative nel corso degli eventi del "Panico cinese"? (da 0, "nessuna previsione", a 100, "completa previsione"). Percentuali cumulate.



Anche le risposte alla domanda n. 9 rispecchiano una parziale sfiducia verso la mandante da parte dei promotori finanziari. Infatti circa l'80% dei promotori finanziari non si reputa soddisfatto della propria mandante, dichiarando un valore massimo del 50% di soddisfazione su una scala da 0 a 100 (grafico 14a).

Nello specifico la percentuale più alta, il 22,08% dei promotori finanziari dichiara una soddisfazione del 20%, seguita da un 15,58% dei promotori finanziari totalmente insoddisfatto: anche le altre percentuali più elevate non corrispondono comunque a una soddisfazione elevata, in quanto quasi tutte si posizionano sotto la soglia del 50% di soddisfazione. Solo circa il 20% del campione dichiara una soddisfazione superiore al 50%.

Le domande n. 11 e n. 12 analizzano il comportamento gregario del promotore finanziario in tempo di crisi. Nello specifico la domanda n. 11 indaga il ricorso alle opinioni altrui (imitazione) mentre la domanda n. 12 l'uniformarsi all'opinione altrui (conformismo).

Grafico 15a. Domanda 11: In questo ultimo mese di grave turbolenza dei mercati Lei ha ricorso di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”, alle opinioni, ai pareri e alle previsioni di colleghi, esperti, agenzie, ecc.? (da 1, “di meno”, a 7, “di più del solito”).

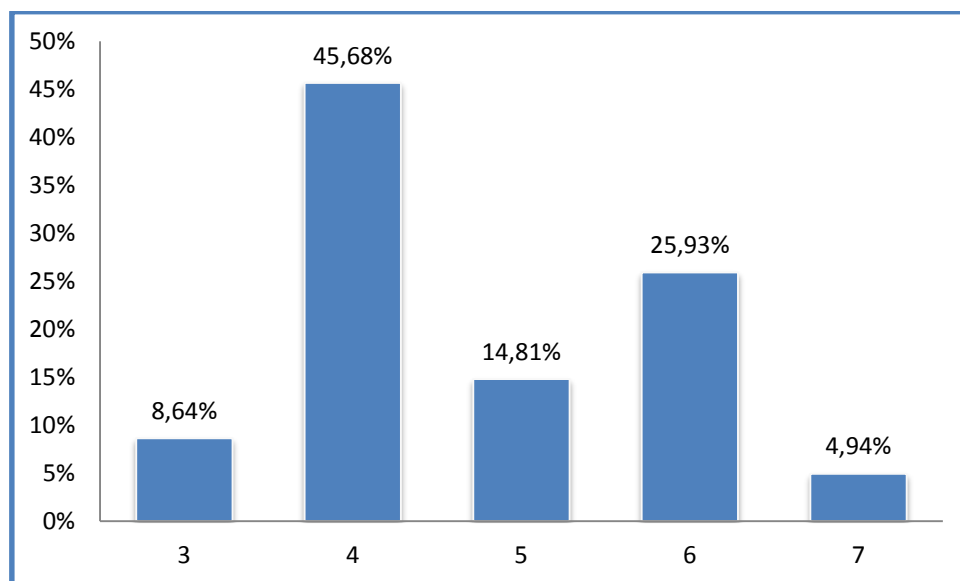
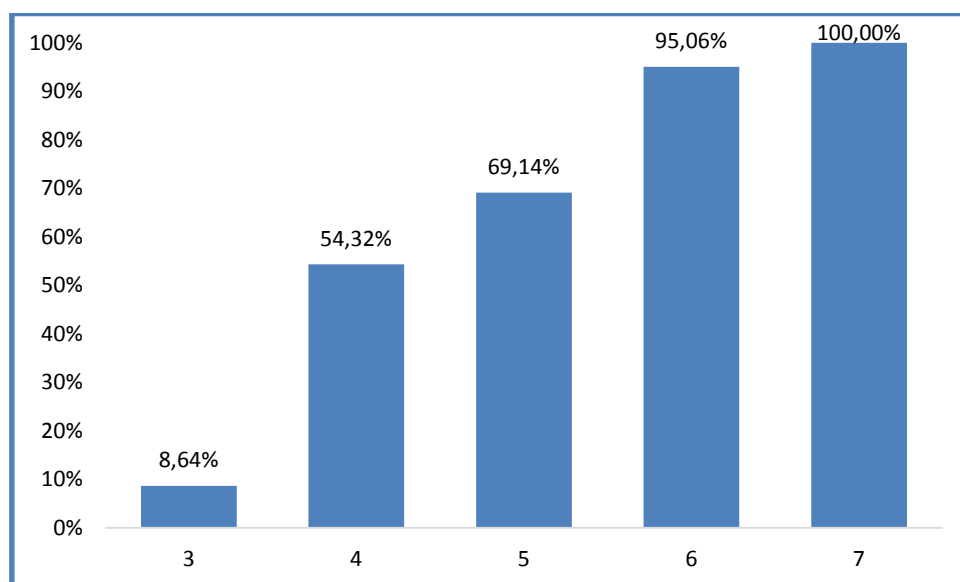


Grafico 15b. Domanda 11: In questo ultimo mese di grave turbolenza dei mercati Lei ha ricorso di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”, alle opinioni, ai pareri e alle previsioni di colleghi, esperti, agenzie, ecc.? (da 1, “di meno”, a 7, “di più del solito”). Percentuali cumulate.



Le risposte alla domanda n. 11 indicano che la maggior parte, il 45,68% dei promotori finanziari si colloca sul valore medio, cioè afferma che la crisi non ha influito più del solito sul suo comportamento gregario (grafico 15a).

Va notato però che sommando i valori superiori alla media (dal 5 al 7) e quelli inferiori (dall'1 al 3) risulta che ben il 46% circa dichiara di aver ricorso più del solito alle opinioni altrui, contro l'8% circa che ha ricorso di meno. Questo conferma che nei periodi di crisi cambia il comportamento di ascolto dell'altro, nel senso che si verifica un aumento dell'imitazione.

Grafico 16a. Domanda 12: Sempre in questo ultimo mese di grave turbolenza dei mercati Lei si è uniformato all'opinione comune di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi "normali"? Diventando, cioè, più "conformista", allineandosi cioè alle opinioni più diffuse e riducendo, o, addirittura, andando contro, il peso delle Sue personali convinzioni sull'andamento dei mercati? (da 1, "sono meno "conformista" del solito", a 7, "sono più "conformista" del solito").

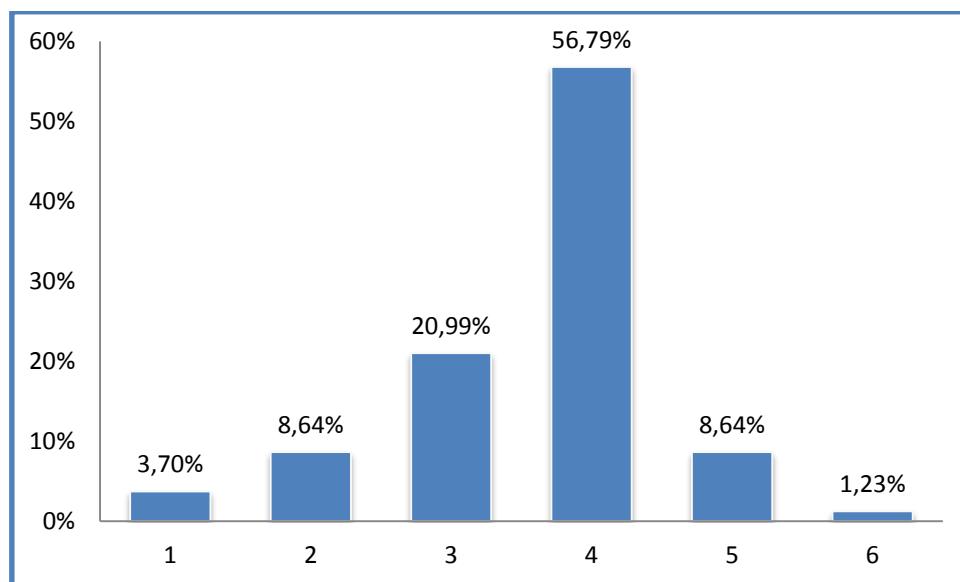
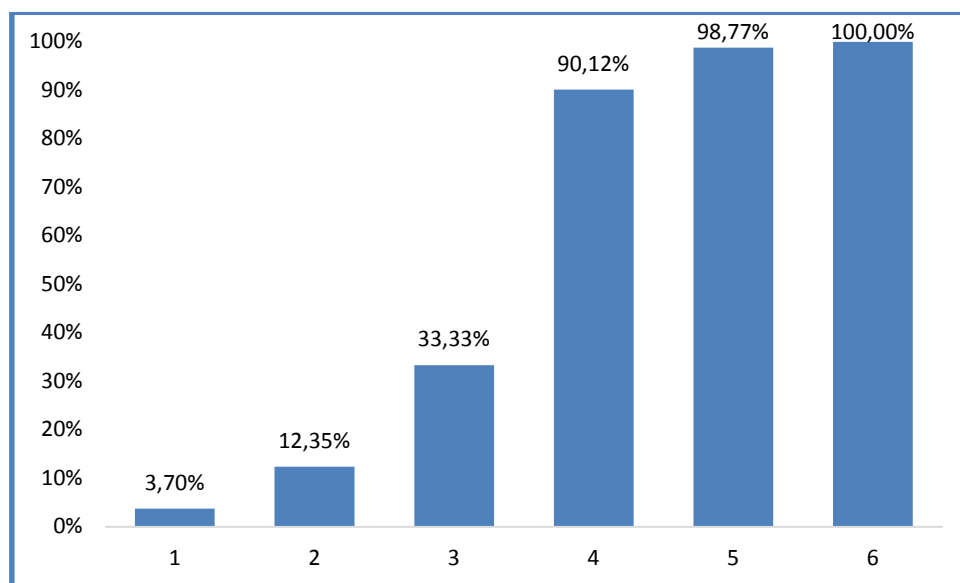


Grafico 16b. Domanda 12: Sempre in questo ultimo mese di grave turbolenza dei mercati Lei si è uniformato all'opinione comune di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi "normali"? Diventando, cioè, più "conformista", allineandosi cioè alle opinioni più diffuse e riducendo, o, addirittura, andando contro, il peso delle Sue personali convinzioni sull'andamento dei mercati? (da 1, "sono meno "conformista" del solito", a 7, "sono più "conformista" del solito"). Percentuali cumulate.



Le risposte alla domanda n. 12 riflettono in parte lo spirito della precedente, poiché vediamo che, anche qui, nonostante la crisi, la maggioranza assoluta (il 56,79%) dichiara di non aver modificato in alcun modo la propria tendenza al conformismo (grafico 16a). Notiamo però che sommando i valori inferiori alla media (dall'1 al 3) e quelli superiori (5 e 6) ben il 32% circa del campione dichiara di essere diventato meno conformista del solito, contro il 10% circa che dichiara di esserlo diventato di più, confermando che in periodi di crisi il conformismo non aumenta, anzi può addirittura diminuire.

Possiamo notare come le risposte a queste due domande convalidino quasi totalmente quanto emerso dalle risposte date alle domande n. 23 e n. 24 della precedente ricerca Fineco: i periodi di crisi generano ansia che si cerca di compensare con il ricorso agli altri, ma non aumentano il conformismo, in quanto il promotore finanziario non rinuncia al proprio ruolo.

Le domande n. 13, n. 14 e n. 15 riportano l'attenzione al rapporto con il cliente, durante la crisi cinese. In particolare la domanda n. 13 indaga l'eventuale aumento dell'ansia nei clienti, la domanda n. 14 quale parte in più del solito, del proprio tempo, il promotore finanziario ha dedicato alla cura psicologica dei propri clienti e infine la domanda n. 15 quanto i clienti siano stati consapevoli degli effetti del "Panico cinese".

Grafico 17a. Domanda 13: In media, qual è stato l'aumento dell'ansia (se c'è stato) dei Suoi clienti nell'ultimo mese?
(da 0, "nessun aumento dell'ansia", a 100, "completo panico").

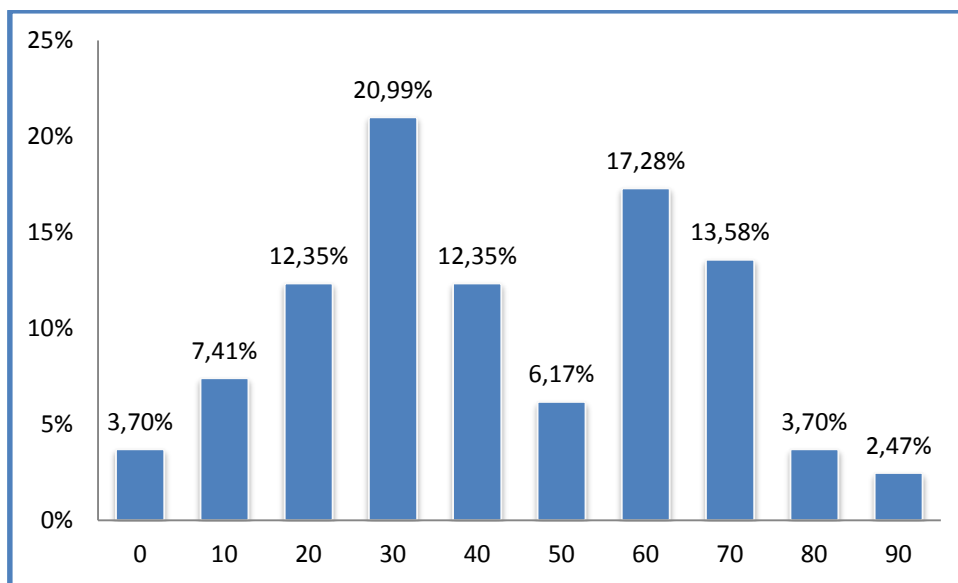
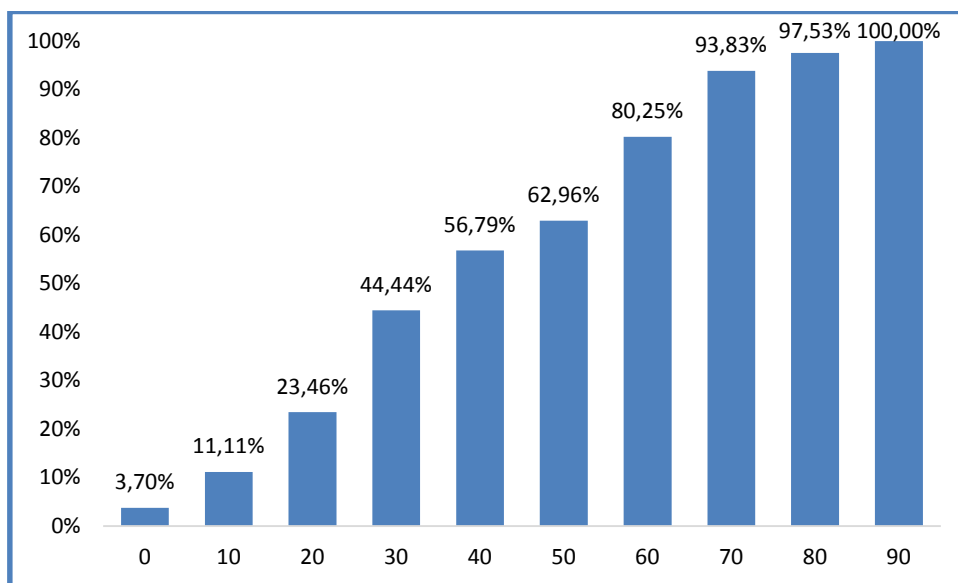


Grafico 17b. Domanda 13: In media, qual è stato l'aumento dell'ansia (se c'è stato) dei Suoi clienti nell'ultimo mese?
(da 0, "nessun aumento dell'ansia", a 100, "completo panico"). Percentuali cumulate.



Tornando con la domanda n. 13 alla gestione del cliente, attività principale del promotore finanziario specialmente in un momento di crisi, notiamo (grafico 17a) che il campione si divide quasi a metà: una buona percentuale di promotori finanziari, poco più del 40%, colloca l'aumento dell'ansia per i propri clienti tra il 50 e il 90%, dichiarando così un significativo aumento dell'ansia mentre, dall'altra parte, una percentuale di poco più alta, poco più del 50% dei promotori finanziari, colloca l'aumento dell'ansia nei propri clienti tra lo 0 e il 40%, dichiarando solo un modesto aumento dell'ansia.

Grafico 18a. Domanda 14: In media, quanta parte in più del solito del Suo tempo di lavoro è stato dedicato solo a tranquillizzare e a sostenere psicologicamente i Suoi clienti nell'ultimo mese? (da 0, "nessun tempo aggiuntivo", a 100, "impegno completamente assorbente").

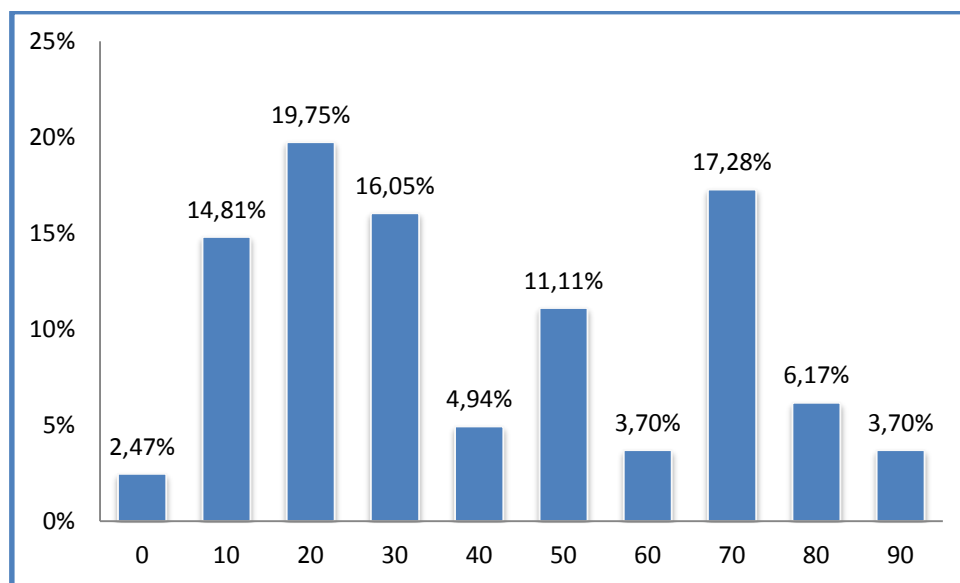
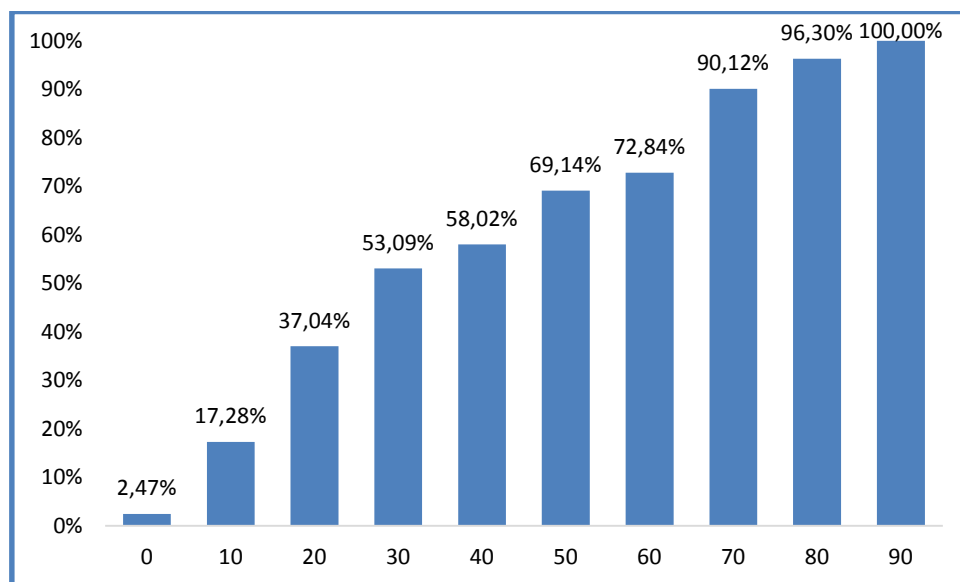


Grafico 18b. Domanda 14: In media, quanta parte in più del solito del Suo tempo di lavoro è stato dedicato solo a tranquillizzare e a sostenere psicologicamente i Suoi clienti nell'ultimo mese? (da 0, "nessun tempo aggiuntivo", a 100, "impegno completamente assorbente"). Percentuali cumulate.



Coerentemente con la domanda precedente, anche in questo caso (domanda n. 14, grafico 18a) vediamo che il campione si divide quasi a metà, circa il 40% dei promotori finanziari dichiara un aumento del tempo dedicato a rasserenare il cliente, dal 50 al 90% di lavoro in più, contro poco più del 50% dei promotori finanziari che dichiara di non avere impiegato molto più tempo rispetto al solito, da 0 a 40% in più di lavoro.

Grafico 19a. Domanda 15: In che percentuale i Suoi clienti sono stati consapevoli degli effetti del “Panico cinese” sui mercati? (da 0, “ignoranza di tutti”, a 100, “tutti erano informati”).

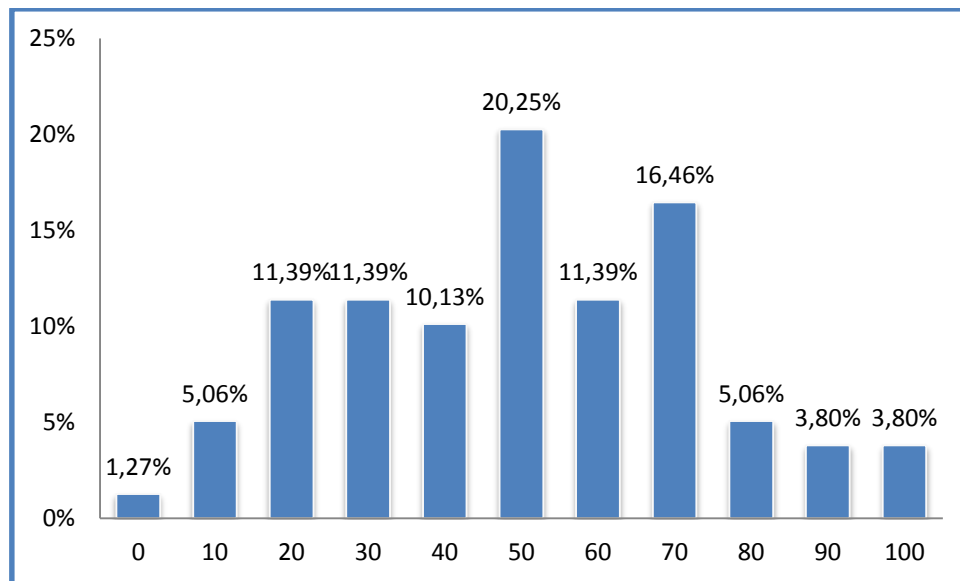
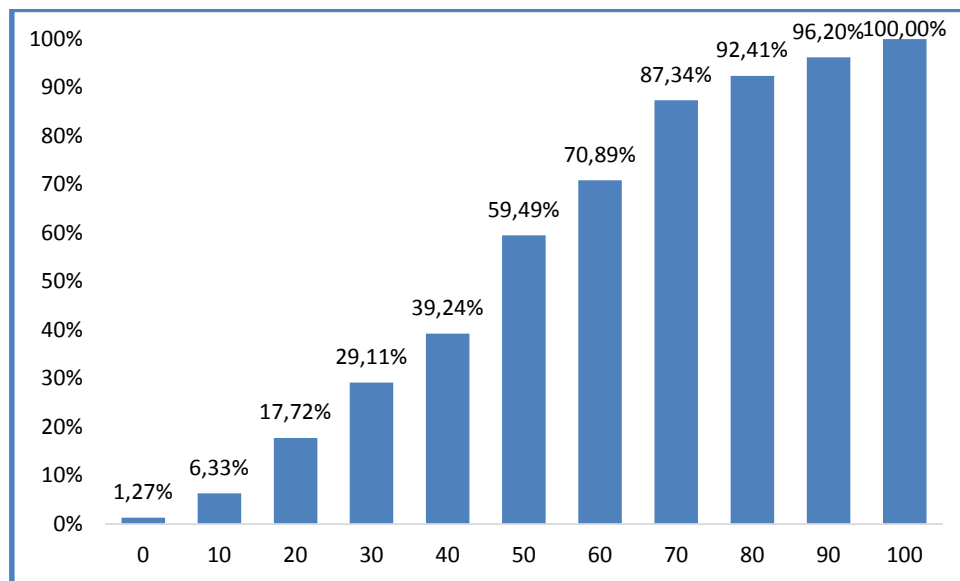


Grafico 19a. Domanda 15: In che percentuale i Suoi clienti sono stati consapevoli degli effetti del “Panico cinese” sui mercati? (da 0, “ignoranza di tutti”, a 100, “tutti erano informati”). Percentuali cumulate.



Dalle risposte alla domanda n. 15 (grafico 19a) emerge quale percentuale del parco clienti dei promotori finanziari sia stata consapevole degli effetti della crisi cinese. Vediamo che il 20,25% dei promotori finanziari dichiara che la metà dei propri clienti era informata (50% del parco clienti). I valori inferiori alla media e quelli superiori si equivalgono, infatti il 39,24% dei promotori finanziari dichiara di avere un parco clienti scarsamente informato (fino al 40% di questi) mentre in modo speculare il 40,51% dei promotori finanziari dichiara di avere clienti per la maggior parte informativi (dal 60% in su del parco clienti).

Che i clienti ne fossero consapevoli per loro natura o perché il promotore finanziario li ha messi nelle condizioni di esserlo e quindi ha svolto bene il suo lavoro, questo potrebbe essere indagato con ulteriori ricerche.

Alcune analisi più approfondite.

Premesso che anche in questo caso, come per le altre ricerche, i risultati possono essere solo indicativi, visto proprio le caratteristiche del campione utilizzato, passiamo all'analisi di alcuni aspetti emersi.

Capacità previsionale.

Il primo aspetto che reputiamo interessante approfondire è quello legato alla capacità previsionale dei promotori finanziari, ed al loro comportamento gregario, in periodi di crisi.

Prendiamo quindi come punto di partenza la domanda n. 6, la cui distribuzione statistica ricordiamo brevemente.

Solo il 30% circa del campione dichiara di essere stato in grado di prevedere gli eventi del "Panico cinese" mentre il restante 70% circa dichiara di non averlo quasi per niente previsto o di averlo previsto solo in parte (presa come soglia quella del 50% di capacità previsionale).

Iniziamo a vedere come si relazioni la capacità previsionale.

La prima cosa che salta all'occhio è che troviamo una relazione significativa ($p < ,01$) tra questa capacità previsionale e la qualità del rapporto con il cliente.

Questo vuol dire che all'aumento della capacità previsionale corrisponde un miglioramento della qualità del rapporto con il cliente: nel momento in cui il promotore finanziario dimostra di essere in grado di fare previsioni attendibili su eventuali eventi negativi, il cliente manifesta una maggiore fiducia in lui, migliorando di conseguenza la soddisfazione professionale del promotore finanziario.

Allo stesso modo vediamo che la capacità previsionale si relaziona in maniera significativa ($p < ,05$) con la fiducia nell'andamento dei mercati finanziari da parte del promotore finanziario.

Questo vuol dire che una maggiore capacità previsionale comporta una maggiore fiducia nella soluzione della crisi e nella conseguente ripresa del mercato finanziario.

A latere di queste relazioni possiamo vedere come la capacità previsionale del promotore finanziario sia in parte legata anche alla percezione della capacità previsionale dei colleghi, degli esperti, degli organi ufficiali di informazione. Questo vuol dire che c'è una potenziale fiducia da parte dei singoli promotori finanziari tra di loro e con chi si occupa di informazione specializzata.

Per quanto riguarda il comportamento gregario da questa ricerca emerge una sostanziale conferma di quanto già verificato nella seconda ricerca e cioè che in tempi di crisi si cerca di compensare all'ansia generata con un maggior ricorso alle opinioni altrui, cioè si è portati ad imitare di più gli altri. Questo però non implica un aumento del conformismo, a dimostrazione che, anche in periodo di crisi, il promotore finanziario non rinuncia al proprio ruolo previsionale.

Qui vale la pena notare il fatto che a volte si verificano delle assenze di correlazioni significative tra aspetti che invece avremmo ipotizzato averle: questo non vuol dire che non esistano in assoluto, ma che questi aspetti andrebbero meglio indagati con apposite ricerche.

Innanzitutto non appare esserci relazione tra la capacità previsionale dei promotori finanziari e il ricorso in momenti di turbolenza alle opinioni altrui (imitazione). Questo fa pensare che la capacità previsionale non abbia alcuna ricaduta sulla tendenza imitativa in periodi di crisi. Il promotore finanziario tende a imitare comunque, indipendentemente dalle capacità previsionali che ritiene di possedere.

Sulla stessa scia non sembra esistere relazione tra la capacità previsionale e la tendenza a uniformarsi alle opinioni altrui (conformismo). Come sopra, questo fa pensare che la capacità previsionale del promotore finanziario non abbia alcuna ricaduta significativa sulla tendenza al conformismo in periodo di crisi. Infatti, al contrario di quanto detto circa l'imitazione, il promotore finanziario in tempo di crisi non vede aumentare il proprio conformismo in ogni caso, qualunque sia la sua capacità previsionale.

Fondamentalmente quindi sembra non esserci alcuna relazione, in periodi di crisi, tra la capacità previsionale e il comportamento gregario.

Da ultimo vediamo come la capacità previsionale non influisca sulla percezione dell'aumento dell'ansia da parte dei clienti o sulla quantità di tempo dedicata a tranquillizzare i clienti stessi. Questo può significare che l'ansia non è legata al promotore finanziario, ma connaturata al cliente stesso, come anche l'esigenza e quindi il tempo dedicato al sostegno psicologico. Un cliente insicuro e ansioso lo è sempre, a prescindere dal fatto che il promotore finanziario sia in grado o meno di prevedere gli eventi critici.

Qualità del rapporto con il cliente.

Il secondo aspetto che intendiamo approfondire è quello legato alla qualità del rapporto con il cliente.

Cominciamo con l'analizzare la domanda psicologica più importante (domanda n. 3) quella che, insieme alla domanda sulla fiducia (n. 4) e a quella sul rischio (n. 5), ricorre in tutte e tre le ricerche: se vi sia maggior pesantezza o leggerezza nel rapporto con il cliente, in un momento di crisi come quello del "Panico cinese" dell'agosto 2015.

Si tratta di una questione fondamentale, perché la qualità del rapporto con il cliente è alla base di ogni sana relazione e può essere vista come un indicatore della soddisfazione professionale del promotore finanziario. Se il rapporto con il cliente è buono, sicuramente il promotore finanziario sarà più soddisfatto del proprio lavoro e lavorerà meglio. Nel caso del promotore finanziario il rapporto con il cliente è fondamentale come nel caso di qualunque altro libero professionista.

Vediamo quindi quali relazioni esistono con la qualità del rapporto.

Possiamo notare come questa domanda fondamentale correli significativamente sia con la domanda n. 4 (fiducia nei mercati finanziari), sia con la domanda n. 5 (propensione al rischio), come evidenziato anche dalle altre due ricerche. Questo vuol dire che, all'aumentare della fiducia del promotore finanziario sull'andamento dei mercati finanziari corrisponde un miglioramento della qualità del rapporto con il cliente e allo stesso tempo un aumento della percezione alla propensione al rischio dello stesso.

Le analisi infatti ci danno una correlazione significativa all'intervallo dello 0,01 per le domande n. 3 e n. 4 e all'intervallo dello 0,05 per le domande n. 3 e n. 5.

A sua volta questa stessa variabile psicologica della qualità può essere influenzata dalla capacità previsionale (domanda n. 6). I promotori finanziari che sono stati in grado di prevedere gli eventi del "Panico cinese", dichiarano anche una migliore qualità del proprio rapporto con i clienti (correlazione significativa all'intervallo di 0,05). Questa correlazione è abbastanza naturale, dato che se il promotore finanziario è stato in grado di prevedere gli eventi, sarà in grado anche di prevedere l'ansia nei suoi clienti e di tranquillizzarli (domande n. 13 e n. 14).

Di contro, sempre nell'ottica che il rapporto con i clienti è fondamentale nel lavoro del promotore finanziario, vediamo come la qualità di questo rapporto correli negativamente con l'aumento dell'ansia nei clienti (domanda n. 13) e con la percentuale di tempo dedicata dal promotore finanziario a tranquillizzarli (domanda n. 14).

Nel primo caso, minore è l'ansia sperimentata dai clienti, migliore è la qualità del rapporto ($p < 0,01$), nel secondo caso più il rapporto con il cliente è buono, meno tempo il promotore finanziario ha dovuto impiegare per tranquillizzarlo.

Notiamo inoltre come le risposte a queste due domande (n. 13 e n. 14) correlino positivamente anche tra di loro: con l'aumentare dell'ansia del cliente, aumenta il tempo dedicato a tranquillizzarlo.

Tutto questo dimostra come il lavoro del promotore finanziario, soprattutto in momenti di crisi, è prevalentemente un lavoro di gestione psicologica del cliente.

Differenze di genere.

Infine, alla luce delle considerazioni fatte nel secondo capitolo della tesi relativamente alla figura del promotore finanziario donna, reputiamo interessante evidenziare anche alcune differenze di genere emerse in questa ricerca legata a un periodo di crisi.

Innanzitutto emerge una significativa differenza tra i generi nella gestione del rapporto in un momento di crisi: sembra che gli uomini siano in grado di gestire meglio la relazione, quindi provino minor fatica nel rapporto con il cliente, rispetto alle donne. Nella domanda n. 3 i primi infatti hanno una media più alta (4,3) rispetto alle seconde (3,27) e le analisi statistiche ci confermano una differenza significativa ($p < 0,01$).

Questo potrebbe forse voler dire che le donne provano una maggior empatia verso i problemi dei clienti rispetto agli uomini, cosa che le rende più partecipi e quindi più coinvolte emotivamente, con il relativo carico di stress che ciò comporta, ma potrebbe anche dipendere dal fatto che hanno minor fiducia in sé e nelle proprie capacità previsionali rispetto agli uomini.

Infatti questa differenza di genere si evidenzia anche alla domanda n. 6 relativa proprio alla capacità previsionale: agli uomini è riconosciuta una capacità superiore a quella delle donne, gli uomini si mostrano più confidenti (32,32%) delle donne (18,18%) ($p < 0,01$). Questo risultato potrebbe almeno in parte spiegare i dati relativi alla domanda precedente: proprio grazie a

una maggior confidenza nelle proprie capacità professionali, gli uomini hanno sperimentato una minor gravosità nel rapporto con i clienti, rispetto alle donne.

Troviamo una ulteriore conferma a quanto detto se prendiamo in esame le risposte date alla domanda n. 13, relativa all'aumento dell'ansia dei propri clienti. Le donne infatti dichiarano un maggior aumento dell'ansia nei propri clienti (54,55%) rispetto a quanto dichiarato dagli uomini (40,15%) ($p < ,1$).

Come ultima conferma a questa differenza di genere, notiamo come anche alla domanda n. 14 relativa al tempo impiegato a tranquillizzare e sostenere i propri clienti gli uomini dichiarino di aver utilizzato solo poco tempo in più (38,66%), rispetto al solito, mentre le donne ne hanno dovuto utilizzare molto di più (52,73%) ($p < ,1$).

Da quanto appena evidenziato discende in modo consequenziale che se le donne sono state meno in grado di prevedere gli eventi del "Panico cinese", allora hanno sperimentato una maggiore pesantezza nel rapporto con i clienti e hanno notato in loro un aumento dell'ansia, che le ha costrette ad impiegare una parte maggiore del proprio tempo per tranquillizzarli.

Come ultimo accenno alle differenze di genere possiamo affermare che anche nella domanda n. 4 si nota una differenza significativa ($p < ,05$). Cioè in momenti di crisi le donne dichiarano di avere una minor fiducia (3,36%) rispetto agli uomini (4,22%) ($p < ,05$) sull'andamento dei mercati finanziari.

Da questi dati emerge da un lato la figura di un promotore finanziario donna apparentemente più insicura rispetto all'uomo nel senso che ha minor fiducia nell'andamento dei mercati finanziari, ma anche minor fiducia nelle proprie capacità, dall'altra una figura professionale che, se declinata al femminile, viene poco apprezzata dal cliente che pone in lei scarsa fiducia e quindi in situazioni di crisi viene preso dal panico. Il promotore finanziario donna sembra dare poca sicurezza al cliente, forse anche perché l'investitore tipo è uomo.

Le considerazioni fino a qui fatte rimangono per ora allo stato di semplici riflessioni iniziali che meriterebbero un ulteriore approfondimento.

Questo aspetto di genere, non previsto nelle ipotesi iniziali di queste ricerche, alla luce di quanto appena illustrato, potrebbe diventare oggetto di ricerche successive, in quanto la differenza di genere è sempre un argomento molto interessante.

Conclusioni.

Dal lavoro di ricerca presentato nel terzo capitolo di questa tesi sono emersi alcuni temi ed ipotesi sulla figura del promotore finanziario inserito ed operante all'interno dei mercati finanziari, secondo i principi della Finanza Comportamentale minoritaria, che paiono interessanti e che, come tali, meritano ulteriori approfondimenti.

Punto di raccordo tra i risultati emersi dalle tre ricerche è il condizionamento reciproco che nasce dalle relazioni del promotore finanziario sia con i clienti sia con i colleghi e gli esperti.

La relazione tra promotore finanziario e cliente appare così complessa ed articolata da interferire con la previsione stessa in una circolarità di influenze: non solo i promotori finanziari hanno un ruolo rilevante nell'influenzare le scelte d'investimento dei clienti, ma anche i clienti manifestano un grado significativo d'influenza nei confronti dei propri promotori finanziari.

Inoltre nella relazione con i colleghi e gli esperti appare sempre presente, in modo più o meno evidente, il comportamento gregario, che guida e condiziona l'agire del promotore finanziario all'interno dei mercati finanziari: tale comportamento è soprattutto di tipo imitativo e si accentua nei periodi di crisi.

Tutto ciò conferma l'importanza ricoperta dall'ambiente, in cui è immerso ed agisce il promotore finanziario, sulla costruzione delle previsioni che egli stesso effettua.

La prima ricerca evidenzia la complessità delle relazioni con il cliente; nello specifico mostra come, incrociando i dati relativi alle tre variabili psicologiche con le variabili professionali prese in considerazione, vi sia una correlazione positiva tra la qualità del rapporto con il cliente, la fiducia nel futuro del promotore finanziario e la propensione al rischio del cliente, da una parte, e la numerosità dei clienti, la raccolta netta e il guadagno mensile, dall'altra.

I promotori finanziari che guadagnano di più, si sentono più sicuri circa il futuro della propria attività, di conseguenza percepiscono una minor gravosità nel rapporto con il cliente e ne influenzano la propensione al rischio. La positività del promotore finanziario rende il cliente maggiormente propenso ad investire e questo ha una ricaduta positiva sul promotore finanziario stesso sotto forma di guadagni.

La seconda ricerca conferma quanto detto sui mercati finanziari, intesi come luogo d'imitazione ed influenza reciproca. Essa infatti evidenzia nei mercati finanziari la presenza del comportamento gregario, in particolare quello imitativo, che spinge i promotori finanziari a ricorrere alle previsioni di altri, colleghi, esperti, SAM. Questo comportamento imitativo, che non implica necessariamente anche un atteggiamento conformista, sembra accentuarsi particolarmente nei momenti di crisi, quasi che i promotori finanziari siano portati a compensare l'ansia e l'incertezza generate dalla crisi con il ricorso alle opinioni altrui, senza però rinunciare al proprio ruolo di previsore. Inoltre questa ricerca conferma la circolarità dell'influenza tra promotore finanziario e cliente, in quanto emerge che le aspettative dei clienti indirizzano in modo più o meno rilevante le previsioni dei promotori finanziari.

La terza ricerca infine conferma quanto emerso dalla prime due, sia per quanto riguarda l'importanza della relazione con il cliente e la stretta correlazione tra le variabili psicologiche, sia per quanto riguarda la presenza di un comportamento gregario di tipo imitativo nei mercati finanziari, accentuato nei periodi di crisi.

Infatti all'aumentare della fiducia del promotore finanziario sull'andamento dei mercati finanziari corrisponde un miglioramento della qualità del rapporto con il cliente e allo stesso tempo della propensione al rischio dello stesso. Nell'ottica che il rapporto con il cliente è fondamentale nel lavoro del promotore finanziario, si nota che, minore è l'ansia sperimentata dai clienti, migliore è la qualità del rapporto, quindi più il rapporto con il cliente è buono, meno tempo occorre per tranquillizzarlo.

Nell'ambito del comportamento gregario emerge anche in questa ricerca quanto emerso nella seconda e cioè che il comportamento imitativo, non quello conformista, si accentua in modo significativo in periodi di crisi.

I risultati emersi dalle tre ricerche, che vanno intese come un lavoro ancora pionieristico nel campo della Finanza Comportamentale minoritaria, presentano dei limiti, come già precedentemente sottolineato più volte. Questi risultati forniscono un quadro indicativo, che permette di mettere in luce ciò che ci si era prefissato e di individuare delle tendenze relativamente stabili, in accordo coi paradigmi della Finanza Comportamentale minoritaria, ma questo solo limitatamente alla popolazione interpellata. Essi sono estensibili unicamente alla popolazione oggetto della ricerca, in quanto non è stato condotto un campionamento prettamente scientifico. La validità delle ricerche è quindi contraddistinta da limiti di

generalizzazione e per questo si auspica un approfondimento dei temi qui presentati tramite la realizzazione di nuove e più ampie indagini.

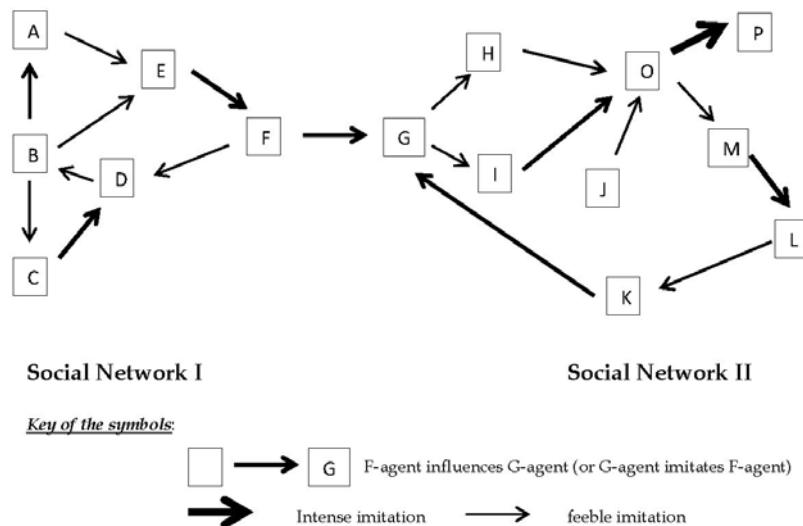
Tale limite emerge in modo particolare nella terza ricerca, quella sul panico borsistico conseguente alla crisi cinese dell'agosto 2015, ed i motivi sono evidenti, legati alla situazione contingente in cui è stata condotta. Volendo analizzare la situazione in atto, cercando di ottimizzare i tempi, ci si è dovuti accontentare dell'unico campione a disposizione in quel momento, cioè gli 83 promotori, partecipanti un seminario tenuto nel mese di settembre 2015 presso l'Università degli Studi di Milano-Bicocca, disposti a rispondere al questionario somministrato durante il seminario stesso.

Ulteriori sviluppi.

Ferrari e Magri (Ferrari, Magri, 2015) sono attualmente impegnati in un lavoro volto a indagare un particolare aspetto del comportamento imitativo nei mercati finanziari: il 'cognitive tâtonnement'⁶ che si instaura tra promotori finanziari. I promotori finanziari sono infatti costantemente in contatto tra loro e si scambiano di continuo informazioni e interpretazioni sull'andamento del mercato finanziario, al fine di sviluppare al meglio le loro previsioni di investimento. Si ipotizza che questo scambio sia molto diffuso e possa aumentare durante i momenti di crisi finanziaria.

⁶ Termine del linguaggio economico, utilizzato nel modello di equilibrio economico generale di L. Walras (1883) per indicare il processo di ricontrattazione 'a tentoni' degli scambi, in seguito al quale tutti gli agenti economici massimizzano la loro utilità o il loro profitto e tutti i mercati finanziari raggiungono una posizione di uguaglianza delle quantità domandate e di quelle offerte. Nel modello di Walras il processo è regolato dalla figura ipotetica del 'banditore' la cui funzione consiste nell'aumentare oppure nel ridurre i prezzi, a seconda che si verifichi un eccesso di domanda o di offerta, fino al conseguimento dell'equilibrio su tutti i mercati finanziari.

La seguente figura illustra le relazioni degli agenti economici nei mercati finanziari, secondo un approccio alle reti sociali basato sulla Teoria dei Grafi.



Di seguito alcune importanti conclusioni riguardo la psicologia dei mercati finanziari.

1. "In a social network the same prediction of the X agent is incorporated, with equal or more frequently decreasing weight, in all the expectations of the X's-interconnected X's-imitating agents. This process of diffusion of beliefs occurs in successive periods and for a time duration that is proportional to the length of the imitative flow (or imitative chain). For example, in SN I (figure sopra) the prediction of agent A at $t=1$ is in small part embedded into the expectation of the agent D at $t=3$. In fact, at $t=1$ E imitates A. At time $t=2$ F mimics E. Thus F, through E, imitates A. Finally at $t=3$ D, through F, indirectly imitates A too;
2. There are circular imitation flows;
3. The longer and the more tortuous the imitative chain the less the agents may be aware of the mix of different expectations that they are imitating. This happens more easily if the agent is placed in the final part of a flow in a social network;
4. Thus, it is possible for an agent to be indirectly (and unknowingly) influenced by her/his same views of past periods, even if she/he has adjusted continuously her/his initial forecasts. And indeed, paradoxically, this happens precisely due to this continuous adjustment;

5. *In the same way, it may also happen that an agent, through a chain of other agents, unknowingly incorporates in her/his expectations the forecasts of an agent that she/he doesn't want to imitate at all. This result and the previous one (iv) drawn from trivial applications of a graph-theoretic approach are important for us because they are counter-intuitive and because they would not emerge from a survey of single agents taken one by one;*
6. *Agents in the market are continuously engaged in a 'cognitive tâtonnement' on relevant events. From this process emerges the prevailing opinion of the market. This opinion arises from a mutual adjustment of each agent's own beliefs with those of others."* (Ferrari, Magri, 2015).

Contemporaneamente Ferrari e Magri stanno sviluppando un modello matematico della rete di promotori finanziari, al fine di comprendere meglio le dinamiche legate alle credenze di mercato. Questo modello di equazione lineare alle differenze mostra che, in determinate condizioni, le aspettative dei promotori finanziari possono convergere verso una unica credenza comune, nonostante le differenze iniziali.

I dati empirici dimostrano che, a differenza di quanto sostenuto dall'individualismo metodologico, la conoscenza dei mercati finanziari e delle strategie d'investimento, ritenute prodotti individuali, sono in realtà prodotti collettivi. Il comportamento gregario è supportato da credenze, generate a loro volta da uno scambio di opinioni e previsioni all'interno di un social network, che raccoglie tutti i tipi di operatori del mercato finanziario. Questa ricerca è stata svolta in modo molto tradizionale e si è basata su di un questionario individuale ma ha poi utilizzato una modellazione matematica che ha aiutato molto a definire alcune importanti ipotesi di tipo psicologico, qui di seguito illustrate.

"Normally, in periods of calm and financial stability, the configuration of the market is more similar to (12) than to (13). But our data seem to suggest that in stress situation of the market the SNs change (Hp. 3a). More than usual agents look for the opinion of others, inside and outside their usual SN. Therefore, especially during periods of greatest financial interest, during storms in the markets, the unit of analysis of our model broadens, also because of the mounting bridging effect (and the reduction of structural holes). From this it follows that the same dynamic model may have a significance both at the micro and at the macro level.

During a crisis, the SNs are more realistically represented by strongly connected graphs. But this brings with it a greater equality of expectations, and it is easy to understand what the effects are of this unification of beliefs on purchase/sale behavior and on prices of assets.

The convergence of 'cognitive tâtonnement' toward uniformity is an important outcome, but to understand the rate of its convergence is interesting too. The similar matrix (10) helps to solve the problem. The rate of convergence to the equilibrium value is given by the eigenvalues different from 1. The smaller the absolute value of these minor eigenvalues the greater the rate of convergence. The relationship between the eigenvalues and entries of the W-matrix is more comprehensible by resorting to Gershgorin's theorem. The elements of the main diagonal are crucial. The closer these elements are to zero (i.e. - fewer agents are confident of their personal expectations and much more they are imitating) the broader the radius of Gershgorin disks is. In this case, the theorem is not a great help. In fact, if Gershgorin disks widen then the range of possible sizes of the eigenvalues widens too, and hence the less we know about their precise value. On the contrary, if Gershgorin disks shrink and overlap (i.e., agents are confident of their personal expectations and they are imitating much less) then the range of possible sizes of the eigenvalues gets smaller, and moreover the rate of convergence slows down. In this case, however, we must be very careful. Even the best mathematical model can lead to interpretative fallacies. In fact, it becomes necessary to distinguish between convergence in mathematics and mental convergence. When the eigenvalues are very close to 1 the mathematical adjustments consist of infinitesimal variations, but human beings have mental thresholds. Because of this, when the changes are very small they are ignored and the 'cognitive tâtonnement' stops. So, roughly speaking, the real graph of the convergence rate probably looks like a "U" or to something similar to a mirror image of a "L". To oversimplify, the convergence rate could be faster in the case of agents who are little or very confident about their own ability to forecast. At the present time we cannot tell much more. Further in-depth studies, both theoretical and empirical, are needed." (Ferrari, Magri, 2015).

Coloro che operano nel mercato finanziario sono sempre impegnati in uno scambio di informazioni e consigli sulle migliori interpretazioni da dare alle notizie che circolano nel mercato finanziario. Essi si consultano tra loro al fine di formare nuove aspettative o di modificare le precedenti. Le credenze sono il risultato di un intenso scambio sociale, che nel corso del tempo coinvolge anche i clienti. La formazione di opinioni individuali, soprattutto se prolungato nel tempo, è il risultato di un processo sociale inconscio. Esiste un herding cognitivo che può essere considerato un antecedente del comportamento gregario. Oppure potrebbe essere l'herding cognitivo stesso in grado di unificare le convinzioni dei promotori finanziari e quindi addirittura di invalidare il comportamento gregario, almeno nella forma comunemente definita come cascata d'informazioni.

Le reti sociali, che sono all'origine di opinioni sia di gruppo che individuali, sono anche in continua trasformazione, soprattutto nel caso di turbolenza sui mercati finanziari.

Quando queste crisi si verificano, si manifesta una tendenza all'uniformità che contrasta con le intenzioni dei promotori e con la stabilità del mercato finanziario.

Ulteriori studi, sia teorici sia sperimentali, saranno necessari per approfondire questi argomenti, per indagare, ad esempio, la variabilità dei legami in relazione alle vicissitudini del mercato finanziario o al livello di consapevolezza del singolo promotore finanziario e il grado di influenza reciproco del gruppo dei pari.

Appendice.

Questionario Anasf 2012.



"Real Trend"

Osservatorio permanente sui comportamenti d'acquisto
dei clienti dei promotori finanziari

In collaborazione con Plus - Il Sole 24 Ore

Rilevazione sull'attività svolta dai pf nel periodo Gennaio 2013

Le risposte fornite dai partecipanti al panel di "Real Trend" saranno utilizzate esclusivamente per le finalità del sondaggio e in ottemperanza alla normativa in vigore sul trattamento dei dati personali.

Istruzioni per la compilazione	
basta cliccare sulla quantità "indicativa" di ogni prodotto, come nell'esempio	quanto ti piacciono questi colori?
	<- poco molto ->
	Rosso ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
	Blu ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
	Giallo ☐ ☐ ☐ ☐ ☐

1	Quanti prodotti hai collocato alla clientela nell'ultimo mese?
	<- pochi molti ->
Risparmio gestito	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Assicurativo-previdenziale	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Risparmio amministrato	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Altro	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐

2	Nell'ambito del risparmio gestito quanti prodotti hai collocato nell'ultimo mese?
	<- pochi molti ->
Gpm	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Gpf	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fondi azionari	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fondi bilanciati	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fondi obbligazionari	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fondi monetari	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fondi di fondi	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fondi flessibili/total return	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐

3	Nell'ambito dei prodotti previdenziali quanti prodotti hai collocato nell'ultimo mese?
	<- pochi molti ->
Index linked	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Unit linked	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fondi pensione	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Fip o pip	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Puro rischio	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Polizze infortuni e malattia	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Polizze di rendita	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐
Long term care	☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐ ☐

4 Nell'ambito del risparmio amministrato quanti servizi hai collocato nell'ultimo mese?

	<- pochi molti ->						
Azioni	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Obbligazioni	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Titoli di stato	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

5 Nell'ambito della voce "Altro" quanti prodotti/servizi hai collocato nell'ultimo mese?

	<- pochi molti ->						
Conti correnti	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Leasing	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Mutui	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

6 Nell'ultimo mese il numero complessivo dei tuoi clienti e':

Cresciuto	☐
Rimasto stabile	☐
Diminuito	☐

7 Per i tuoi clienti rappresenti l'unico riferimento per le scelte di investimento?

Sì, sono il loro unico interlocutore	☐
No, si avvalgono di promotori finanziari di società diverse	☐
No, si avvalgono di me e di operatori bancari/postali	☐
Altro	☐
Non so	☐

8 Quale percentuale di ricchezza dei tuoi clienti gestisci?

Fino al 100%	☐
Oltre la metà del loro patrimonio	☐
Fino a massimo la metà della loro ricchezza	☐
Una parte che non supera il 25%	☐
Non so	☐

9	La tua raccolta netta conseguita nell'ultimo mese e' stata:
Negativa	☐
Fino a 25mila euro	☐
Da 25mila a 100mila euro	☐
Da 100mila a 250mila euro	☐
Oltre 250mila euro	☐
10	Quanto pensi di aver guadagnato nell'ultimo mese (provvigioni di sottoscrizione piu' management fee)?
Fino a 3.000 euro	☐
Da 3.001 a 5.000 euro	☐
Da 5.001 a 7.000 euro	☐
Da 7.001 a 9.000 euro	☐
Oltre 9.001 euro	☐
11.1	Far crescere la professione a tuo giudizio e' realizzabile attraverso:
un investimento delle societa' sui giovani;	☐
l'accesso all'Albo a piu' soggetti del settore;	☐
incentivi a livello remunerativo dei pf gia' in attivita';	☐
interventi delle autorita' e di legislatori (specificare)	☐
11.2	Specifica
12	Da quando hai iniziato l'attivita':
sono aumentate le criticita', legate alla crisi finanziaria, alla situazione occupazionale italiana e all'erosione delle risorse destinate al risparmio;	☐
sono aumentate le opportunita', grazie a una maggiore percezione della necessita' della nostra figura tra i risparmiatori;	☐
la clientela e' diventata piu' informata sui temi del risparmio e piu' esigente;	☐
le societa' sono diventate piu' attente alle nostre esigenze e a quelle dei risparmiatori	☐

13 Perché consiglieresti a un giovane di intraprendere questa attività?

Per le relazioni che si instaurano con i clienti e la componente umana	☐
Perché è possibile gestire il lavoro in autonomia	☐
Perché si riescono a ottenere importanti risultati economici	☐
Non lo consiglio	☐

Indagine Riservata (domande riservate)

1 In media, che voto daresti (da 1 a 7) alla gravosità del rapporto coi tuoi clienti nell'ultimo mese?

1-Massima pesantezza, la fatica del rapporto col cliente è diventata insopportabile	☐
2-	☐
3-	☐
4-Normale impegno, livello di fatica normale e accettabile	☐
5-	☐
6-	☐
7-Massima leggerezza, il rapporto col cliente è fonte di continue gratificazioni	☐

2 Sulla base dell'esame oggettivo della situazione dell'ultimo mese, in media, che voto daresti (da 1 a 7) alla tua fiducia sul futuro dell'economia/finanza e del tuo lavoro?

1-Nessuna fiducia, vedo nerissimo	☐
2-	☐
3-	☐
4-Non sono né ottimista né pessimista	☐
5-	☐
6-	☐
7-Massima fiducia, vedo un futuro splendido	☐

3 In media, che voto daresti (da 1 a 7) alla propensione al rischio dei tuoi clienti nell'ultimo mese?

- | | |
|--|--------------------------|
| 1-Nulla, sono completamente paralizzati dal pericolo di perdite | ☐ |
| 2- | ☐ |
| 3- | ☐ |
| 4-Intermedia | ☐ |
| 5- | ☐ |
| 6- | ☐ |
| 7-Massima, sono disposti a correre rischi irrazionali per un piccolo guadagno aggiuntivo | ☐ |

14 Esprimi delle considerazioni sull'andamento del relazione con la tua clientela nell'ultimo mese

--	--

15 Suggerisci una domanda, con le diverse opzioni di risposta possibili, da inserire nei prossimi questionari

--	--

16 Osservazioni e consigli

--	--

Spedisci

Questionario Fineco 2014.



Questionario informativo di finanza comportamentale sulla formazione delle previsioni di andamento dei mercati

Il questionario, che La preghiamo di compilare con cura, serve a FINECO e all'Università di Milano Bicocca unicamente a conoscere meglio l'operatività e le opinioni dei professionisti. Il questionario non ha nessun'altro utilizzo, per questa ragione è anonimo cioè è valutato in una forma che rende impossibile identificare chi risponde. Come risulterà evidente, non ci sono risposte giuste o sbagliate, ma solo risposte che riflettono più o meno il Suo modo di operare e le Sue convinzioni profonde. Poiché siamo soprattutto interessati a conoscere il Suo pensiero, Le chiediamo di rispondere nel modo più aderente possibile ai fatti e alle Sue vere opinioni.

Grazie per l'importante collaborazione!

1. Anni di vita lavorativa come promotore

Nel complesso ho lavorato come promotore per _____ anni

2. Dati anagrafici e professionali

☐ uomo ☐ donna

☐ età anagrafica: ho _____ anni compiuti

☐ diplomata/o ☐ laureata/o ☐ altro titolo di studio

☐ numero dei clienti seguiti alla data di oggi: ho n. _____ clienti

☐ patrimonio gestito: il patrimonio dei miei clienti complessivamente ammonta a _____ milioni di Euro

- Parliamo un po' del Suo lavoro oggi ...

3. In quale percentuale può dirsi soddisfatto professionalmente

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Grave insoddisfazione								Soddisfazione massima		

4. In media, che voto darebbe alla gravosità del rapporto coi Suoi clienti nell'ultimo mese? (da 1: Massima pesantezza, la fatica del rapporto col cliente è diventata insopportabile a 7 Massima leggerezza, il rapporto col cliente e' fonte di continue gratificazioni)

1	2	3	4	5	6	7
Pesantezza			Normalità			Leggerezza

5. Sulla base dell'esame oggettivo della situazione dell'ultimo mese, in media, che voto darebbe (da 1 a 7) alla Sua fiducia sul futuro dell'economia/finanza e del Suo lavoro?

1	2	3	4	5	6	7
Nessuna fiducia			né ottimista né pessimista			massima fiducia

6. In media, che voto darebbe alla propensione al rischio dei Suoi clienti nell'ultimo mese?

1	2	3	4	5	6	7
Nulla			intermedia			massima

Parliamo ora prevalentemente di conoscenza dei mercati e del Suo modo di fare previsioni sul loro andamento, cioè di un dato di cui, in genere, si tiene conto tutti i giorni trattando con i clienti. Ciò, si badi bene soprattutto quando si fanno previsioni in vista di decisioni importanti che dovranno essere suggerite al cliente e/o prese a suo nome e nel suo interesse.

Per essere più precisi, limitiamoci ai mercati azionari in generale e, per esempio, all'andamento del Dow Jones nei prossimi sei mesi in particolare.

Ciò che soprattutto interessa è capire quanto le Sue previsioni siano il risultato di un'elaborazione/calcolo personale dei dati economici, politici, sociali ... e quanto, invece, riflettano l'opinione del Suo ambiente professionale nella forma di previsioni già "confezionate"; La preghiamo di fare un particolare sforzo di "autoanalisi", soprattutto se non ha mai riflettuto sul tema!

7. In che percentuale, nella sua personale opinione e pratica professionale, si possono davvero fare sensate previsioni sull'andamento futuro dei mercati (per es. del Dow Jones)?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Nessuna prevedibilità										Totale prevedibilità

8. In che percentuale Lei può dire di possedere le conoscenze per calcolare autonomamente – sulla sola base dei dati e delle notizie economiche – sensate previsioni sull'andamento futuro dei mercati?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Nessuna autonomia										Totale autonomia

9. Nella vera pratica professionale quotidiana, cioè quando deve per forza fare previsioni sull'andamento futuro dei mercati (pensi al Dow Jones) da proporre/utilizzare nel lavoro col cliente, in che percentuale fa sue, ovvero acquisisce "chiavi in mano", le previsioni già "confezionate" da colleghi, esperti (a vario titolo) che lei conosce, o da agenzie (centri studi, istituzioni, stampa specializzata ...) di sua fiducia?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Nelle mie previsioni sono autonomo

Ricorro solo agli altri

10. Nella vera pratica professionale quotidiana, facendo 100 il suo utilizzo di previsioni altrui sull'andamento futuro dei mercati, quanta parte hanno le previsioni dei sol
colleghi, promotori come Lei, di sua fiducia? (in questa domanda dunque non tenga conto degli esperti, agenzie ...)

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

I colleghi non contano

Contano solo i colleghi

11. ... e, sempre facendo 100 il suo utilizzo di previsioni altrui sull'andamento futuro dei mercati, quanta parte hanno le previsioni degli esperti, agenzie ecc. di sua fiducia, ma dei quali può anche non avere una conoscenza personale? (in questa domanda dunque ora non tenga conto dei colleghi)

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Gli esperti, agenzie non contano

Contano solo gli esperti, agenzie

12. Nella vera pratica professionale quotidiana quando si forma le Sue aspettative sull'andamento futuro dei mercati, di quanti esperti, colleghi, o agenzie tiene davvero conto (sono ammesse risposte multiple)

- NESSUNO, le mie previsioni sono il risultato solo della mia valutazione dei fatti economici
- In media tengo conto delle previsioni di
☐0 ☐1 ☐2 ☐3 ☐4 ☐5 ☐6 ☐7 ☐8 ☐9 ☐10 o oltre i 10 colleghi di mia fiducia
- In media tengo conto delle previsioni di
☐0 ☐1 ☐2 ☐3 ☐4 ☐5 ☐6 ☐7 ☐8 ☐9 ☐10 o oltre i 10 esperti di mia conoscenza, agenzie... di mia fiducia

Volgiamo ora l'attenzione alle Società di Asset Management (abbreviazione: SAM),

13. Facendo 100 il suo utilizzo di previsioni altrui sull'andamento futuro dei mercati, quanta parte hanno in specifico le previsioni degli esperti delle SAM? (in questa domanda dunque non tenga conto dei colleghi e degli altri esperti)

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Le SAM non contano

contano solo le SAM

14. In media, in che percentuale, secondo Lei, le SAM sono autonome dalla loro offerta di prodotti (e dalle strategie sottostanti) nella divulgazione di notizie e di previsioni sull'andamento futuro dei mercati?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Nessuna autonomia: devono sostenere i loro prodotti

Totale autonomia

15. In media, in che percentuale, secondo Lei, le SAM concordano tra loro nelle previsioni sull'andamento futuro dei mercati?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Nessuna: ogni SAM fa previsioni diverse

Totale uniformità

16. Dia ora un voto complessivo – da 0 a 10 – sulla competenza/efficacia, efficienza, aderenza ai bisogni dei promotori e “indipendenza professionale” dei servizi di consulenza offerti dalle SAM ai promotori

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

Grave insufficienza

ottima

Vuole aggiungere qualche valutazione/suggerimento sul tema della consulenza?

17. Dia ora un voto complessivo – da 0 a 10 – sulla competenza/efficacia, efficienza, capacità di relazionarsi ai promotori e “indipendenza professionale” dei Sales Manager

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

Grave insufficienza

ottima

Vuole aggiungere qualche valutazione/suggerimento sul tema dei Sales Manager?

18. Come e in che ambiti i servizi forniti ai promotori dalle SAM potrebbero migliorare e/o arricchirsi di nuove proposte? *(sono ammesse risposte multiple)*

- /-/ previsioni di mercato più dettagliate, chiare e utilizzabili
- /-/ previsioni di mercato più “azzeccate”
- /-/ informazioni/indiscrezioni più pronte e rapide
- /-/ formazione tecnico-finanziaria/economica ai promotori
- /-/ formazione commerciale ai promotori
- /-/ formazione in pianificazione patrimoniale ai promotori
- /-/ possibilità di scambi più personalizzati con i promotori
- /-/ maggiore chiarezza dei report e degli altri messaggi ai promotori
- /-/ occasioni sociali di incontro tra promotori
- /-/ miglioramento dei prodotti finanziari: più varietà e specializzazione

/-/ miglioramento dei prodotti finanziari: semplificazione, meno ridondanza e sovrapposizioni

/-/ miglioramento dei prodotti finanziari: più redditività

/-/ miglioramento dei prodotti finanziari: più aderenza alle esigenze della clientela reale

/-/ miglioramento dei prodotti finanziari: più sicurezza per la clientela

/-/ migliore marketing e comunicazione ai risparmiatori

/-/ campagne sociali di stimolo al risparmio e a quello gestito in particolare

/-/ iniziative e politiche attive di miglioramento della giurisprudenza di interesse

/-/ maggiore trasparenza

/-/ altro, non compreso nelle voci precedenti

Vuole aggiungere qualche valutazione/suggerimento sul tema?

19. Ora invertiamo i ruoli ... Nella vera pratica professionale quotidiana quanti esperti, colleghi, o agenzie tengono davvero conto del Suo parere nella loro formazione delle loro aspettative sull'andamento futuro dei mercati, *(sono ammesse risposte multiple)*

- ☐ NESSUNO, le mie previsioni sono sostanzialmente ignorate da colleghi ed esperti
- ☐ In media ritengo di influenzare significativamente
☐0 ☐1 ☐2 ☐3 ☐4 ☐5 ☐6 ☐7 ☐8 ☐9 ☐10 oltre i 10 colleghi
- ☐ In media ritengo di influenzare significativamente
☐0 ☐1 ☐2 ☐3 ☐4 ☐5 ☐6 ☐7 ☐8 ☐9 ☐10 oltre i 10 esperti e/o agenzie

20. Consideri ora le conoscenze di finanza dei Suoi clienti: alcuni sono ignoranti, altri esperti.

Quale delle due categorie prevale? Quanti sono, in particolare, gli esperti?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Nessuno: Tutti ignoranti			Si pareggiano					Tutti esperti		

21. Nella vera pratica professionale quotidiana, le analisi/aspettative dei clienti indirizzano la formazione delle Sue previsioni sull'andamento futuro dei mercati? Che peso percentuale hanno?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
I clienti contano 0 o pochissimo					contano moltissimo					

22. Ora faccia davvero uno sforzo di obiettività; qual è l'incidenza degli errori di previsione dei mercati nella Sua pratica professionale? (Si intende parlare di errori attribuibili a errate previsioni con conseguenze sui patrimoni gestiti, esclusi i semplici refusi accidentali, ma inclusi gli sbagli dovuti a inesperienza, scarsa conoscenza, sovra lavoro, fretta, e compresi pure tutti gli altri eventi sui quali non si può avere controllo)

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Mai nessun errore

Errori più frequenti dell'accettabile

23. Abbiamo quasi finito ... Nei periodi di grave turbolenza dei mercati – badi solo in quelli! - Lei ricorre di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”, alle opinioni, ai pareri e alle previsioni di colleghi, esperti, agenzie, ecc.?

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Di meno

allo stesso modo

di più del solito

24. Sempre nei periodi di grave turbolenza dei mercati – badi, ancora solo in quelli! - Lei si uniforma all'opinione comune di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”? Diventa, cioè, più “conformista” e consiglia ai clienti i prodotti più scelti e con rating maggiore delle SAM ritenute con maggiore fama di capacità di gestione e di analisi dei mercati?

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Sono meno “conformista”

nessuna vera differenza

più “conformista”
del solito

25. Nella vera pratica professionale quotidiana, le Sue previsioni sull'andamento futuro dei mercati che peso percentuale hanno nelle effettive scelte di investimento dei clienti?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Contano 0 o pochissimo

moltissimo, i clienti fanno solo ciò che loro indico

26. Le precedenti domande sono state formulate bene? (da 1: domande incomprensibili e/o inutili e/o lontane dai problemi professionali a 7 domande corrette e/o utili e/o su problemi importanti)

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Molto male

Molto Bene

Abbiamo terminato!

Assieme a questo questionario, ma a parte, Le abbiamo consegnato una scheda per l'adesione di massima ad altre iniziative/iniziativa di studio per le quali potremmo aver bisogno di intervistarLa. Nel caso aderisca all'invito di collaborare, Le chiediamo di restituire la scheda compilata in ogni sua parte (la scheda va compilata a parte!). In caso non volesse essere contattato, può senz'altro “cestinare” la scheda.

La Sua collaborazione è stata molto importante. La ringraziamo e Le auguriamo buon lavoro.

Vuole aggiungere qualche commento?

Questionario Fineco 2015.



Questionario informativo di finanza comportamentale sulla formazione delle previsioni di andamento dei mercati



Il questionario che La preghiamo di compilare con cura, **centrato sui mercati un mese dopo il così detto "Panico cinese" del 24 agosto 2015**, serve al Prof. Luigi Ferrari, ordinario di psicologia delle condotte finanziarie e di psicologia economica e del lavoro dell'Università Bicocca di Milano, a conoscere meglio l'operatività e le opinioni dei professionisti.

Il questionario **non ha nessun'altro utilizzo**, per questa ragione è **anonimo**.

Come risulterà evidente, non ci sono risposte giuste o sbagliate, ma solo risposte che riflettono più o meno il Suo modo di operare e le Sue convinzioni profonde. Poiché siamo soprattutto interessati a conoscere il Suo pensiero, Le chiediamo di rispondere nel modo più aderente possibile ai fatti e alle Sue vere opinioni.

Grazie per l'importante collaborazione!

1. Anni di vita lavorativa come professionista del settore finanziario

Nel complesso ho lavorato nel settore dei servizi finanziari per _____ anni

2. Dati anagrafici e professionali

☐ uomo ☐ donna ☐ età anagrafica: ho _____ anni compiuti
☐ diplomata/o ☐ laureata/o ☐ altro titolo di studio _____

☐ numero dei clienti seguiti alla data di oggi: ho n. _____ clienti

☐ patrimonio gestito: il patrimonio dei miei clienti complessivamente ammonta a _____ milioni di Euro

3. In media, che voto darebbe alla "pesantezza" del rapporto coi Suoi clienti nell'ultimo mese?

(da 1: Massima pesantezza, la fatica del rapporto col cliente è peggiorata fino a diventare insopportabile a 7 Massima leggerezza, il rapporto col cliente è migliorato ed è fonte di continue gratificazioni)

1	2	3	4	5	6	7
Pesantezza/peggioramento			Normalità		Leggerezza/miglioramento	

4. Sulla base dell'esame oggettivo della situazione dell'ultimo mese, in media, che voto darebbe (da 1 a 7) alla Sua fiducia sull'andamento dei mercati finanziari e del Suo lavoro rispetto a prima?

1	2	3	4	5	6	7
La fiducia è calata			Fiducia uguale a prima		La fiducia è cresciuta	

5. In media, che voto darebbe alla propensione al rischio dei Suoi clienti nell'ultimo mese?

1	2	3	4	5	6	7
Minima prop.al rischio			Media		Massima prop.al rischio	

6. In che percentuale, nella sua personale opinione e pratica professionale, ha previsto gli eventi del "Panico cinese"?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Nessuna previsione					Completa previsione					

7. In che percentuale e per quanto ne sa, i suoi colleghi hanno previsto gli eventi del "Panico cinese"?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Nessuna previsione					Completa previsione					

8. In che percentuale, gli uffici studi delle Società di Asset Management hanno previsto gli eventi del "Panico cinese"?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Nessuna previsione					Completa previsione					

9. In che percentuale, la sua mandante ha soddisfatto le sue aspettative nel corso degli eventi del “*Panico cinese*”?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Nessuna previsione

Completa previsione

10. In che percentuale, gli esperti dell'informazione specializzata hanno previsto gli eventi del “*Panico cinese*”?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Nessuna previsione

Completa previsione

11. In questo ultimo mese di grave turbolenza dei mercati Lei ha ricorso di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”, alle opinioni, ai pareri e alle previsioni di colleghi, esperti, agenzie, ecc.?

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Di meno

Allo stesso modo

Di più del solito

12. Sempre in questo ultimo mese di grave turbolenza dei mercati Lei si è uniformato all'opinione comune di più, allo stesso modo o di meno, che nei tempi “normali”? Diventando, cioè, più “conformista”, allineandosi così alle opinioni più diffuse e riducendo, o, addirittura, andando contro, il peso delle Sue personali convinzioni sull'andamento dei mercati?

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

Sono meno “conformista”

Nessuna vera differenza

Più “conformista” del solito

13. In media, qual è stato l'aumento dell'ansia (se c'è stato) dei Suoi clienti nell'ultimo mese?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100% e più
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------------

Nessun aumento dell'ansia

Completo panico

14. In media, quanta parte in più del solito del Suo tempo di lavoro è stato dedicato solo a tranquillizzare e a sostenere psicologicamente i Suoi clienti nell'ultimo mese?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100% e più
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------------

Nessun tempo aggiuntivo

Impegno completamente assorbente

15. In che percentuale i Suoi clienti sono stati consapevoli degli effetti del “*Panico cinese*” sui mercati?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

Ignoranza di tutti

Tutti erano informati

In conclusione le chiediamo di elencare quali temi della Sua professione e del settore – dal più importante (1) a quello meno (5) – le piacerebbe che fossero oggetto di future indagini di mercato

1

2

3

4

5

La Sua collaborazione è stata molto importante. La ringraziamo e Le auguriamo buon lavoro.

Vuole aggiungere qualche commento?

Bibliografia.

Alemanni, B., 2003, "L'investitore irrazionale", Bancaria Editrice, Roma.

Alemanni, B., Brighetti, G., Lucarelli, C., 2012 "Decisioni di investimento, assicurative e previdenziali. Tra finanza e psicologia", Il Mulino, Bologna.

Allais, M., 1953, "Le Comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école américaine", *Econometrica*, vol. 21, 503-546.

Araldi, R., 2011, "L'influenza delle distorsioni cognitive sull'andamento dei mercati borsistici", G. Giappichelli Editore, Torino.

Arrow, K. J., 1982, "Risk Perception in Psychology and Economics", *Economic Inquiry*, 20, 1-9.

Auletta G, 2010, "Diritto commerciale", Giuffrè Editore, Milano.

Avery, C., Zemsky, P., 1998, "Multidimensional uncertainty and herd behavior in financial markets", *American Economic Review*, 88, 4, 724-748.

Baddeley, M., 2013, "Behavioural economics and finance", Routledge, London and New York.

Baker, H. K., Nofsinger, J. R., 2010, "Behavioral finance. Investors, corporations and markets", John Wiley & Sons, Hoboken.

Balducci, D., 2006, "Il promotore finanziario", FAG, Milano.

Banerjee, A. V., 1992, "A simple model of herd behavior", *The Quarterly Journal of Economics*, 107, 797-817.

Barber, B. M., Odean, T., 1999, "Online investors: do the slow die first?", *The Review of Financial Studies*, vol. 15, 455-488.

Barberis, N., Thaler, R. H., 2001, "A survey of behavioural finance", *NBER Working Paper* n. 9222.

Barberis, N., Thaler, R. H., 2003, "A survey of behavioral finance", in Thaler, R. H. (ed.) *Advances in behavioral finance*, 2005, 1-65, Russell Sage Foundation, New York.

Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R., 1998, "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, 307-343.

Basili, M., Zappia, C., 2008, "La Prospect Theory e i recenti sviluppi della Behavioral Finance", *Studi e Note di Economia*, 1, 39-65.

Battistini, E., Ferrari, L., Peccati, L., 1994, "Expectations and news in an imitative stock market", in Peccati, L., Virèn, M. (a cura di), *Financial Modelling. Recent research*, Physica-Verlag, Heidelberg.

Belsky, G., Gilovich, T., 2000, "Why smart people make big money mistakes and how to correct them", Simon & Schuster, Fireside edition.

Benartzi, S., Thaler, R. H., 1995, "Myopic loss aversion and the equity premium puzzle", *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1, 73-92.

Bernoulli, D., 1738, "Hydrodynamica", J. H. Deckeri.

Bikas, E., Jurevičienė, D., Dubinskas, P., Novickytė, L., 2013, "Behavioural Finance: The Emergence and Development", *Social and Behavioral Sciences*, 82, 870-876.

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.

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., Welch, I., 1998, "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades", *Journal of Economic Perspectives*, 12, 3, 151-170.

Bikhchandani, S., Sharma, S., 2001, "Herding behavior in financial markets", *IMF Staff Paper*, 48, 3, 279-310.

Black, F., Scholes, M., 1973, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, 637-654.

Black, F., 1986, "Noise", *Journal of Finance*, vol. 41, 529-543.

Bloomfield, R., Anderson, A., 2010, "Experimental finance", Baker, H. K., Nofsinger, J. R. (ed.), *Behavioral finance. Investors, corporations and markets*, (111-130), John Wiley & Sons, Hoboken.

Bolhius, M., Goodman, N., 2005, "Reading between the lines of investors biases", *Journal of Financial Planning*, vol. 18, issue 1, 62-70.

Buro, P., 2011, "Intelligenza Relazionale", Hudsucker.

Camerer, C. F., Loewenstein, G., 2002, "Behavioral Economics: Past, Present, Future", Caltech, Pasadena.

Cattaneo C., 1997, "Marketing finanziario: aspetti introduttivi", Isdaf.

Celen, B., Kariv, S., 2004, "Distinguishing informational cascades from herd behavior in the laboratory", *American Economic Review*, 94, 3, 484-498.

Cenci, M., Cerquetti, A.M., 1991, "Modelli evolutivi per un mercato azionario con valori fondamentali variabili nel tempo e asimmetria di informazioni", *atti del XV convegno A.M.A.S.E.S.*, Grado.

Cenci, M., Cerquetti, A.M., Peccati, L., 1993, "Imitation and stability in a stock market", *atti del meeting of EURO Working Group of Financial Modelling*, Mantova.

Chancellor, E., 1998, "Devil take the hindmost: a history of financial speculation", Plume.

Chartrand, T. L., Bargh, J. A., 1999, "The chameleon effect: the perception-behavior link and social interaction", *Journal of Personality and Social Psychology*, 26, 6, 893-910.

Chavalier, J., Ellison G., 1999, "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance", *The Journal of finance*, 54 (3), 875-899.

Chavalier, J., Ellison G., 1998, "Career Concerns of Mutual Fund Managers", *The Quarterly Journal of Economics*, 114 (2), 389-432.

Cipriani, M., Guarino, A., 2014, "Estimating a Structural Model of Herd Behavior in Financial Markets", *American Economic Review*, 104 (1), 224-251.

Cornaglia, A., 1990, "A non-linear model of stock market with institutionally different agents and imitation", *Meeting of the EURO Working group on Financial Modelling*, Gieten.

Cutler, D. Poterba, J., Summers, L., 1991, "Speculative dynamics", *Review of Economic Studies*, vol. 58, 529-546.

Crisp, R. J., Turner, R. N., 2010, "Essential social psychology", SAGE Publications, London, Thousand Oaks, New Delhi and Singapore.

Dass, N., Massa, M., Patgiri, R., 2008, "Mutual Funds and Bubbles: The Surprising Role of Contractual Incentives", *The Review of Financial Studies*, 21 (1), 51-99.

De Bondt W. F. M., 1988, "A portrait of the individual investor", *European Economic Review*, 42, 831-844.

De Bondt, W. F. M., Thaler, R., 1985, "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*, vol. 40, 793-805.

De Bondt, W. F. M., 1992, "Earnings Forecasts and Share Price Reversals", The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville.

De Bondt, W. F. M., Forbes, W. F., 1999, "Herding in analyst earnings forecasts: evidence from the United Kingdom", *European Financial Management*, vol. 5, n. 2, 143-163.

De Finetti, B., 1970, "Logical foundations and measurement of subjective probability", *Acta Psychologica*, vol. 34, 129-145.

De Long, J. B., Shleifer A., Summers L. H., Waldmann. R. J., 1990, "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy*, 98, 703-738.

Del Re, E. C., 2012, "Il comportamento collettivo. "Via con la pazza folla": internet, ultras, terrorismo e oltre". Rubettino, Soveria Mannelli.

Deutsch, M., Gerard, H. B., 1955, "A study of normative and informational social influences upon individual judgment", *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 51, 629-636.

Di Mascio, A., 2011, "La consulenza finanziaria", Egea, Milano.

Drehmann, M., Oechssler, J., Roider, A., 2005, "Herding and Contrarian Behavior in Financial Markets: An Internet Experiment", *The American Economic Review*, 95 (5), 1403-1426.

Edwards, W., 1968, "Conservatism in human information processing" in *Formal Representation of Human Judgement*, Kleinmuntz B. (ed), John Wiley and Sons.

Esini, C. E., Morello, G., 1996, "Il promotore finanziario. I principali aspetti della figura tra Legge n. 1/91 e Decreto Eurosim", G. Giappichelli Editore, Torino.

Fama, E. F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25, 383-417.

Fama, E., French, K., 1998, "Value versus Growth: the international evidence", *Journal of Finance*, vol. 53, 1975-1999.

Ferrari, L., 1995, "Stock market behaviour modelling and imitation", *relazione al IV European Congress of Pshycology*, Atene.

Ferrari, L., Romano, D. F., 1999, "Mente e denaro: introduzione alla psicologia economica", Cortina, Milano.

Ferrari, L., Luciano, E., Peccati, L., 1990, "Institutionally different agents in an imitative stock market with asymmetric information", *Meeting of the Euro Working Group on Financial Modelling*, Gieten, in Stokking, J., Zambruno, G. (ed), 1993, "Recent Research in Financial Modelling", Phisica-Verlag, Heidelberg.

Ferrari, L., Peccati, L., 1991, "Stock Market Behaviour and Imitation: a simple model", *Istituto di Matematica Finanziaria dell'Università di Torino*, Torino.

Ferrari, L., Peccati, L., 1994, "Imitation in Financial markets modeling", *presented at SIAM annual meeting*, San Diego.

Ferrari, L., Peccati, L., Tagliani, A., 1996, "Comportamenti elementari di approccio ai mercati finanziari", *Quaderni IMQ*, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano.

Ferrari, L., Tagliani, A., 1996, "Esistenza di soluzioni di equilibrio e stabilità in un mercato azionario imitativo", *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. 3, 423-434.

Ferrari, L., Magri, F., 2015, "The Psychological Backstage of the Herd Behavior in the Financial Markets and the Dynamics of the 'Cognitive Tâtonnement' to Market Beliefs", Ssrn.

Festinger, L., 1957, "A theory of dissonance". Stanford University Press, Stanford.

Forbes, W., 2009, "Behavioural finance", John Wiley & Sons Ltd, London.

Fox, C., Tversky, A., 1995, "Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, 585-604.

Franzosini, G. F., Franzosini, S., 2010, "Finanza comportamentale. Psicologia delle scelte", libreriauniversitaria.it.

French, K.R., Poterba, J. M., 1991, "Investors Diversification and International Equity Markets", *NBER Working Paper*, n. 3609.

Galbraith, J. K., 2004, "The Economics of Innocent Fraud: Truth for Our Time", Houghton Mifflin Company, New York.

Gann W. D., 1976, "How to Make Profits Trading in Commodities: A Study of the Commodity Market", Library of Gann Publishing.

Ganzach Y., 2000, "Judging Risk and Return of Financial Assets", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 83, issue 2, 353-370.

Graham, J. R., 1999, "Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 54, 237-268.

Griffin, D., Tversky, A., 1992, "The weighing of evidence and the determinants of confidence", *Cognitive Psychology*, vol. 24, 411-435.

Heinemann, F., 2012, "Understanding Financial Crises: the Contribution of Experimental Economics", *Annals of Economics and Statistics*, 107-108, 7-29.

Hens, T., Rieger M. O., 2010, "Financial economics. A concise introduction to classical and behavioral finance", Springer, Heidelberg.

Hirshleifer, D., Teoh, S. H., 2003, "Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis", *European Financial Management*, 9, 1, 25-66.

Holmstrom, B., 1999, "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective", *The Review of Economic Studies*, 66 (1), 169-182.

Hong, H., Kubik, J. D., Solomon, A., 2000, "Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts", *The RAND Journal of Economics*, 31 (1), 121-144.

Horrens, V., Buunk, B., 1993, "Social Comparison of Health Risks: Locus of Control, the Person-Positivity Bias, and Unrealistic Optimism", *Journal of Applied Social Psychology*, vol. 23, 291-302.

Huo, L., Lin, T., Huang, P., 2013, "Dynamical Behavior of a Rumor Transmission Model with Psychological Effect in Emergency Event", Hindawi Publishing Corporation.

Izzo, C., 2011, "La guida del Sole 24 ORE agli investimenti finanziari", Il Sole 24 ORE, Milano.

Jacobs, B. I., Levy, N., 1988, "Calendar Anomalies: Abnormal Returns at Calendar Turning Points", *Financial Analysts Journal*, vol. 44, 28-39.

Jeffrey, H. J., 2010, "Homo communitatis: a rigorous foundation for behavioral finance", in Bruce, B. (ed) "Handbook of behavioral finance" (166-189), Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton.

Jegadeesh, N., Kim, W., 2010), "Do Analysts Herd? An analysis of Recommendations and Market Reactions", *The Review of Financial Studies*, 23 (2), 901-937.

Jegadeesh, N., Titman, S., 1993, "Returns to buying winners and selling losers: implication for stock market efficiency", *Journal of Finance*, vol. 48, 65-91.

Kahneman, D., 2011, "Thinking Fast and Slow", Farrar, Straus and Giroux, New York.

Kahneman, D., Tversky, A., 1974, "Judgement under uncertainty Heuristics and Biases", *Econometrica*, vol. 47, 263-291.

Kahneman, D., Tversky, A., 1979, "Prospect Theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica*, 47, 263-292.

Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A., 1982, "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", Cambridge University Press, New York.

Kahneman, D., Tversky, A., 1984, "Choices, values and frames", *American Psychologist*, vol. 39, 341-350.

Kahneman, D., Tversky A., 2012, "Scelte, valori e frame", Kahneman D. (ed.), "Pensieri lenti e veloci", (490-511), Mondadori, Milano.

Kahneman, D., Riepe M., 1998, "The Psychology of non-Professional Investor", *Journal of Portfolio Management*, 4, 52-65.

Kapferer, J. N., 1987, *Rumeurs: le plus vieux media du monde*, Editions du Seuil.

Keynes, J. M., 1936, "The General Theory of Employment, Interest and Money", Palgrave Macmillan, London.

Kindleberger C., 1978, "Manias, panics and crashes", Basic Books, New York.

Kindleberger, C. P., Aliber, R. Z., 2011, "Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises", (6th ed.), Palgrave Macmillan, New York.

Lamont, O., 1995, "Macroeconomic Forecasts and Microeconomic Forecasters", Working Paper 5284, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Lazear, E. P., Rosen, S., 1981, "Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts", *The Journal of Political Economy*, 89 (5), 841-864.

Le Bon, G., 1895, "Psychologie des Foules", Édition Félix Alcan, Paris.

Lee, I. H., 1998, "Market crashes and informational avalanches", *Review of Economic Studies*, 65, 741-759.

Legrenzi, P., 2006, "Psicologia e investimenti finanziari. Come la Finanza Comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento", Il Sole 24 Ore, Milano.

Lefèvre E., 1923, "Reminiscences of a Stock Operator", John Wiley & Sons.

Lichtenstein, S., Slovic, P., 1971, "Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions", *Journal of Experimental Psychology*, 89, 46-55.

Lichtenstein, S., Slovic, P., 1973, "Response-induced reversals of preference in gambling: An extended replication in Las Vegas", *Journal of Experimental Psychology*, vol. 101, 16-20.

Luciano, E., 1991, "Equilibrium in a financial market with asymmetric information, imitation and noise", Istituto di Matematica Finanziaria dell'Università di Torino, Torino.

Lynch, A., 2000, "Thought Contagions in the Stock Market", *Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 1, 10-23.

Mackay, C., 1841, "Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds", Richard Bentley, London.

Maital, S., 1982, "Minds, Markets and Money: Psychological Foundations of Economic Behavior", Basic Books, New York.

Mertz C. K., Slovic P., Purchase I. F. H., 1998, "Judgments of Chemical Risks: Comparisons among Senior Managers, Toxicologists, and the Public", *Risk Analysis*, Wiley Online Library.

Montier, J., 2007, "Behavioural Investing: A Practitioners Guide to Applying Behavioural Finance", John Wiley & Sons, New York.

Montier, J., 2002, "Behavioural finance. Insights into irrational minds and markets", John Wiley & Sons, Chichester.

Motterlini, M., Guala, F., 2011, "Mente Mercati Decisioni. Introduzione all'economia cognitiva e sperimentale", EGEA, Milano.

Mucchi Faina, A., Pacilli, M. G., Pagliaro, S., 2012, "L'influenza sociale", Il Mulino, Bologna.

Mullainathan, S., Thaler, R. H., 2000, "Behavioral Economics", *NBER working paper*, n. 7948.

Muth, J. F., 1961, "Rational expectations and the theory of price movements", *Econometrica*, vol. 29, 315-335.

Myers, D. G., 2006, "Social psychology" (9th ed.), McGraw Hill Higher Education.

Odean, T., 1998, "Are Investors reluctant to realize their losses?", *Journal of Finance*, vol. 53, 1775-1798.

Olsen, R. A., 1997a, "Investment risk: the experts' perspectives", *Financial Analysts Journal*, vol. 53, 62-66.

Olsen, R. A., 1997b, "Prospect theory as an explanation of risk choice by professional investors: some evidence", *Review of Financial Economics*, vol. 2, 225-232.

Orléan, A., 2009, "De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière", Rue d'Ulm.

Pahl J., 1983, "The allocation of money and the structuring of inequality within marriage", *The Sociological Review*, vol. 31, Issue 2, 237-262.

Piermari, A., Rania, N., Venini, L., 2007, "Il gruppo come oggetto di studio", in Bertani, B. & Manetti, M. (a cura di), "Psicologia dei gruppi. Teoria, contesti e metodologie d'intervento" (15-28), FrancoAngeli, Milano.

Prechter, R., 2001, "Elliott Wave Theorist", Elliott Wave International, Gainesville.

Prendergast, C., Stole, L., 1996, "Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning", *Journal of political Economy*, 104, 1105-1134.

Pring, M. J., 1993, "Investment psychology explained: Classic strategies to beat the markets", John Wiley & Sons, New York.

Ramsey, F. P., 1931, "Probability and partial belief", Kegan Paul, Trench & Trubner, London.

Rau, R., 2010, "Market Inefficiency", in Baker, H. K., Nofsinger, J. R. (ed), "Behavioral finance. Investors, corporations and markets", (333-348), John Wiley & Sons, Hoboken.

Ricciardi V., Simon, H. K., 2000, "What is Behavioral Finance?", *Business, Education & Technology Journal*, vol. 2, n. 2, 1-9.

Rigoni, U., 2006, "Finanza Comportamentale e gestione del risparmio", G. Giappichelli Editore, Torino.

Rozeff, M., Kinney, W., 1976, "Capital market seasonality: the case of stock return", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 379-402.

Rubaltelli, E., 2006, "Psicologia dei mercati finanziari: distorsioni cognitive, percezione del rischio e comportamenti collettivi", *Giornale Italiano di Psicologia*, 33 (1), 57-82.

Sai, E., 2014, "Imitazione nei mercati finanziari. Una ricerca di Finanza Comportamentale con gli operatori professionali", tesi di laurea, Dipartimento di Psicologia, Università degli Studi di Milano-Bicocca.

Savage, L. J., 1954, "The Foundations of Statistics", John Wiley & Sons, New York.

Scharfstein, D. S., Stein, J. C., 1990, "Herd Behavior and Investment", *The American Economic Review*, 80 (3), 465-479.

Selden, G. C., 1912, "Psychology of the stock market", Ticker, New York.

Shafir, E., LeBoeuf, R. A., 2002, "Rationality", *Annual Review of Psychology*, vol. 53, 491-517.

Shapira Z., Venezia I., 2000, "Patterns of behavior in professionally managed and independent investors", *Journal of Banking & Finance*, vol. 25, 1573-1588.

Shefrin, H., 2002, "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing", Oxford University Press, New York.

Shefrin, H., Statman, M., 1984, "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 253-282.

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, 777-790.

Shefrin, H., Statman, M., 2000, "Behavioral Portfolio Theory", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 127-151.

Shefrin, H., Thaler, R. H., 1992, "Mental Accounting, Saving, and Self-Control", in Loewenstein, G., Elster, J., "Choice over Time" (287-330), Russell Sage Foundation, New York.

Shiller, R. J., 1981, "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", *American Economic Review*, 71, 3, 421-436.

Shiller, R., 2000, "Irrational Exuberance", Princeton University Press.

Shiller, R. J., 2003, "From efficient market theory to behavioral finance", *Journal of Economic Perspectives*, 17, 1, 83-104.

Shleifer, A., 2000, "Inefficient markets. An introduction to behavioral finance", Oxford University Press, Oxford.

Silver, T., 2011, "Making sense of market anomalies", www.investopedia.com.

Simon, H. A., 1955, "A Behavioral Model of Rational Choice", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, 99-118.

Simon, H. A., 1957, "Models of man: social and rational; mathematical essays on rational human behavior in society setting", Wiley, New York.

Simon, H. A., 1982, "Models of bounded rationality", MIT Press, Cambridge.

Slovic, P., 2000, "The Perception of Risk", Earthscan Publisher, London.

Slovic, P., Finucane, M., Peters, E., 2002, "Rational actors or rational fools: implications of the affect heuristic for behavioral economics", *Journal of Socio-Economics*, 31, 329-342.

Smith, A., 1759, "The theory of moral sentiments", A. Millar, London.

Smith, V. L., 1998, "The two faces of Adam Smith", *Southern Economic Journal*, 65, 2-19.

Smith, V. L., Suchanek, G. L., Williams, A. W., 1988, "Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets", *Econometrica*, vol. 56, 1119-1151.

Statman, M., 2002, "How Much Diversification is Enough?", Ssrn.

Statman, M., 2014, "Behavioral finance: Finance with normal people", *Borsa Istanbul Review*, 14, 65-73.

Stephen A. R., 1976, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.

Tarde, G., 1902, "Psychologie Économique", Félix Alcan, Paris.

Thaler, R. H., 1999, "Mental accounting matters", *Journal of Behavioral Decision Making*, vol. 12, 183-206.

Thaler, R. H., 2005, "Advances in behavioral finance", Russel Sage Foundation, New York.

Trueman, B., 1994, "Analyst Forecasts and Herding Behavior", *The Review of Financial Studies*, 7 (1), 97-124.

Tversky, A., 1969, "Intransitivity of preferences", *Psychological Review*, vol. 76, 31-48.

Tversky, A., Shafir, E., 1992, "The disjunction effect in choice under uncertainty", *Psychological Science*, vol. 3, 305-309.

Tversky, A., Kahneman, D., 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science*, vol. 211, 453-458.

Van Bommel, J., 2003, "Rumors", *The Journal of Finance*, LVIII, 4, 1499-1519.

Vines, S., 2009, "Market Panic. Wild Gyration, Risks and Opportunities in Stock Markets", (2nd ed.), John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore.

von Neumann, J., Morgenstern, O., 1947, "Theory of Games and Economic Behavior", Princeton University Press.

Weinstein, N. D., 1980, "Unrealistic optimism about future life events", *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806-820.

Walras L., 1883, "Théorie mathématique de la richesse sociale", Corbaz, Lausanne.

Welch, W. I., 2000, "Herding among Security Analysts", *Journal of Financial Economics*, 58, 369-396.

Welch, I., 1992, "Sequential sales, learning, and cascades", *The Journal of Finance*, 47 (2), 695-732.

Wilye, S., 2005, "Fund Manager Herding: A Test of the Accuracy of Empirical Results Using U.K. Data", *The Journal of Business*, 78 (1), 381-403.

Ringraziamenti.

A Te.

What is is about love stories, you know?

Two people findin' each other.

(The boys, 10, 18)