

**RUGGERO BERTELLI**

Professore Associato di Economia degli Intermediari Finanziari  
Responsabile Hedge Fund & Alternative Investment Strategy  
Research Unit Università di Siena

# La consulenza finanziaria e la finanza comportamentale: dal contributo teorico all'applicazione operativa

*di Ruggero Bertelli*

**D**ella Behavioural Finance si è parlato e si parla molto. È un tema accattivante, descrive e spiega evidenze empiriche e sperimentali tra di loro interrelate che determinano i processi di scelta in condizioni di incertezza degli individui.

Fino a oggi tuttavia il teorico e il practitioner avevano difficoltà di dialogo: quali conseguenze concrete derivano per l'attività del consulente finanziario dagli insegnamenti della finanza comportamentale?

Conoscere e comprendere i limiti cognitivi dell'investitore serve a «vendere» di più? La comprensione dei meccanismi di scelta in condizioni di incertezza giustifica definitivamente certi comportamenti miopi di investimento? Lascia libera strada a prodotti magari discutibili nell'ottica della finanza tradizionale, ma molto apprezzati - almeno ex ante - dall'investitore?

Insomma, dato che l'investitore è caratterizzato da formidabili limiti cognitivi, perché insistere con la massimizzazione di un indice di Sharpe del portafoglio complessivo,

del quale importa a nessuno?

L'unica giustificazione logica di questo braccio di ferro sembra essere la seguente: la finanza tradizionale vende i suoi modelli teorici di gestione del portafoglio con l'unico obiettivo di generare margini per l'industria. L'investitore in realtà, giusto o sbagliato che sia, non gradisce questa tipologia di soluzioni e vorrebbe dell'altro. Si tratterebbe però di soluzioni prive di margini. A meno di non sfruttare i limiti cognitivi per originare e vendere prodotti «mostuosi».

Scrivevano D'Agostino e Minenna nel giugno del 2000 (Quaderno di ricerca Consob, n. 39), parlando dell'emissione delle obbligazioni strutturate, che «le caratteristiche genetiche del processo di determinazione del prezzo non garantiscono la convergenza spontanea verso un livello fair, che rispetti il principio della neutralità degli investitori al rischio espresso dal mercato e che, quindi, non rifletta aspettative di tipo soggettivo». Aggiungono gli autori: «In realtà le condizioni teoriche in cui la banca emittente

Gestore globale, partner locale BNP Paribas Investment Partners, un player mondiale nella gestione del risparmio

BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP) è il marchio globale di tutte le attività di gestione del risparmio del Gruppo BNP Paribas



**BNP PARIBAS**  
INVESTMENT PARTNERS

New York

www.bnpparibas-ip.com

si trova a operare nel mercato primario delle obbligazioni strutturate possono definirsi ottimali per il perseguimento di una strategia di massimizzazione dei propri profitti (...). Nel breve periodo tali condizioni permettono la realizzazione di profitti anomali per natura e misura». Nel leggere questa frase viene da chiedersi che cosa esattamente significhi un «profitto anomalo per natura». Comunque, concludono gli autori, con un poco di ottimismo, che «nel medio-lungo periodo, per effetto degli stimoli concorrenziali e della maggiore consapevolezza degli investitori, i margini di profitto tenderanno a normalizzarsi».

Ed infine - e qui veniamo ad una riflessione più cruda, se letta oggi, a distanza di 10 anni, con gli occhi della Mifid - si aggiunge che «le suddette condizioni strutturali fanno sì che i clienti siano particolarmente esposti all'incompetenza e alla (interessata) negligenza delle reti distributive».

Sono parole pesanti. Che fanno riflettere. Nessuno credo possa nascondere un poco di disagio nel (ri) leggerle.

Nel luglio del 2010 la Consob, in un quaderno di finanza (n. 67, di R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano) dedicato alle obbligazioni emesse da banche italiane, si trova a concludere che

«per le obbligazioni ordinarie i rendimenti all'emissione sono debolmente correlati con il rischio emittente e di liquidità e, a parità di altri fattori, inferiori a quelli offerti agli investitori istituzionali; i rendimenti calcolati ex post sul periodo 2007-2009 risultano in media inferiori a quelli dei titoli di Stato domestici. Se si tiene conto degli elevati costi impliciti nel prezzo di collocamento, tale ultimo risultato vale anche per le obbligazioni strutturate».

«Queste evidenze non sono facilmente razionalizzabili e mettono in discussione gli assunti classici sul comportamento degli investitori in materia di scelte di portafoglio e sul trade-off rischio rendimento. Non è infatti chiaro perché gli investitori al dettaglio non richiedano un premio adeguato per il rischio emittente e di liquidità o perché accettino rendimenti inferiori a quelli dei titoli di Stato anche quando la banca emittente ha un rating inferiore a quello della Repubblica italiana».

«In particolare è verosimile che il fenomeno, oltre a discendere da anomalie nel processo produttivo e distributivo dei prodotti finanziari, sia correlato a significative carenze di tipo cognitivo, che ostacolano la piena compren-

sione delle caratteristiche anche dei titoli più semplici e impediscono di coglierne la convenienza rispetto a forme di investimento alternative e a minor rischio. Gli investitori potrebbero non essere in grado di comprendere le diverse componenti di rischio sottese a un'opzione di investimento né i relativi indicatori (basti pensare, per esempio, al rischio emittente e al rating), ovvero, pur essendo in astratto familiari con tali nozioni, ritenere nel concreto che l'emittente sia solido e affidabile e che il titolo offerto sia "sicuro". Ad accentuare tali deficit cognitivi ed errori di valutazione potrebbero concorrere i processi di percezione e valutazione del rischio che, secondo gli studiosi della finanza comportamentale, determinano deviazioni sistematiche delle scelte individuali dalle prescrizioni della teoria neoclassica, basata sull'ipotesi di razionalità degli agenti. La copiosa evidenza sperimentale ed empirica mostra, infatti, che non sempre gli investitori sono in grado di percepire correttamente la relazione rischio rendimento e che fattori soggettivi ed emotivi possono alterare significativamente la comprensione di una data misura oggettiva del rischio».

**IL RUOLO DEL CONSULENTE** Insomma, esiste una spiegazione «comportamentale» alla diffusione di strumenti finanziari che in teoria non dovrebbero esistere o che dovrebbero essere scambiati a prezzi diversi.

Come è noto la stessa Consob ha dedicato un bel quaderno alla Finanza Comportamentale (il n. 66 del gennaio 2010, di N. Linciano) delineando chiaramente, a mio avviso, il passaggio culturale che porta dalla semplice domanda di regole alla sensibilità verso la corretta applicazione delle regole stesse, nell'ambiente nel quale esse si trovano a operare.

E ha definito il ruolo del consulente finanziario.

«La ricerca empirica ha (...) mostrato che gli investitori commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte. Tali errori si riflettono in "anomalie comportamentali" che si traducono, nel caso degli investitori retail, in una bassa partecipazione al mercato azionario, errori di percezione della relazione rischio/rendimento, scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio».

«Lo sviluppo di un'attività di consulenza fondata sulla logica del "servizio al cliente" costituisce (...) un complemento indispensabile per il potenziamento dell'efficacia delle norme regolamentari a tutela dell'investitore e per il contenimento degli errori comportamentali più diffusi; in questo ambito, diversi sono i temi, richiamati in letteratura, rispetto ai quali i consulenti dovrebbero adoperarsi per orientare correttamente le scelte dei clienti».

I consulenti dovrebbero adoperarsi per orientare correttamente le scelte dei clienti, contenendo gli effetti - ormai ben noti e consolidati - delle distorsioni cognitive che caratterizzano in condizioni di incertezza le preferenze degli investitori.

Il percorso logico della consulenza al cliente è dunque piuttosto chiaro:

- l'investitore ha dei limiti cognitivi che determinano sistematici errori;
- questo fatto è noto al consulente che, nello svolgere il proprio servizio, deve tenerne conto, nell'interesse del cliente;
- il consulente deve far riconoscere al cliente i suoi limiti, affinché maturi in lui una chiara esigenza di consulenza;
- il consulente deve stimolare le «difese naturali» del cliente contro la sua emotività.

Il consulente deve guidare il cliente verso soluzioni condizionate che siano il più possibile «protette» dai fattori emotivi. Lo scopo dei paragrafi che seguono è quello di riflettere in termini operativi e sintetici sulle conseguenze dei limiti cognitivi per l'investitore. Ovviamente opereremo radicali semplificazioni allo scopo di fornire concetti e argomentazioni utili nell'attività di consulenza.

**GLI EFFETTI CONCRETI DELLA "PROSPECT THEORY"** Poniamoci la seguente domanda.

È meglio un 5% certo oppure lanciare una moneta: se viene testa 10% se viene croce 0%?

La risposta è subito evidente. Non essendoci premio per il rischio è razionale scegliere il 5% certo. E la maggior parte di noi farà questa scelta. Siamo - correttamente - avversi al rischio. Ossia per rischiare vogliamo essere premiati.

Infatti se sostituiamo al 10% un 20% viene la voglia di «rischiare».

Qui non esiste un problema cognitivo. La teoria dell'avversione al rischio non viene violata. Ma riflettiamo. Nella concretezza dei mercati, in condizioni di incertezza, quando riterremo di essere premiati e dunque accetteremo il rischio?

È questo il problema cognitivo: quando riterremo che i mercati offrono «premio per il rischio»?

La risposta è semplice: quando le performance storiche saranno talmente accattivanti da convincerci che il trend proseguirà per sempre. È il «confirmation bias». Per decidere abbiamo bisogno di conferme. E quale migliore conferma di un mercato che negli ultimi 12 mesi ha fatto il 40%?

Sarà dunque normale comprare vicino ai massimi di mercato. Speriamo almeno che si tratti di massimi relativi.

Ma poniamoci ora la seguente domanda.

È meglio una perdita certa del 5% oppure lanciare una moneta: se viene testa -10% se viene croce 0%?

Mentre la perdita certa ci chiude ogni speranza, il lancio della moneta lascia aperta la prospettiva di non perdere soldi. E quindi lanceremo moneta.

Siamo quindi divenuti propensi al rischio, violando il principio fondamentale secondo il quale per rischiare dobbiamo essere premiati.

E, se siamo un poco sfortunati, al primo lancio viene testa. Usciamo dal gioco o lanciamo moneta? Ovviamente giochiamo. E se siamo un poco sfortunati...

Insomma, la nostra propensione al rischio genera i micidiali (e negli ultimi dieci anni ben noti) drawdown del nostro portafoglio. Una successione di perdite che a un certo punto sembra diventare incurabile. L'obiezione dell'investitore, disperato a causa del ripetersi dell'evento negativo, è che la moneta è truccata; egli rischia di uscire dal gioco con perdite rilevanti.

Esiste un interessante paradosso della consulenza per profili di rischio.

L'investitore più avverso al rischio (profilo di rischio basso) non è uno che non vuole rischiare. È un soggetto invece che per rischiare vuole premi più elevati. Alla fine si convince, se percepisce il premio per il rischio. Ma quando percepirà un irrinunciabile premio?

Per quanto è stato detto, quando le performance storiche dei mercati rischiosi saranno talmente eclatanti che anche

lui si deciderà a staccarsi dal rendimento certo (una volta si diceva: il BoT). Ci troviamo quindi, quasi certamente, ai massimi di mercato. Riflettiamo: l'investitore prudente che cosa fa? Entra ai massimi di mercato, quando è appunto massimo il rischio del significativo drawdown.

Ma l'investitore prudente è anche quello più avverso alle perdite. E quindi si trasforma quasi subito in un «prevedibilmente irrazionale» (seguendo Dan Ariely) propenso al rischio. Con il concreto probabile effetto di chiudere la propria posizione in significativa perdita cumulata.

Ho ricostruito il comportamento di un ipotetico investitore secondo la «Prospect Theory».

Egli è Trend Follower quando i mercati azionari salgono (accresce il rischio del portafoglio) ma è un «Contrarian»

al rischio, indipendente dall'andamento dei mercati; il «prospect theory» caratterizzato dallo stesso grado di avversione al rischio del precedente, quando guadagna, ma che, quando perde, si trasforma in propenso al rischio.

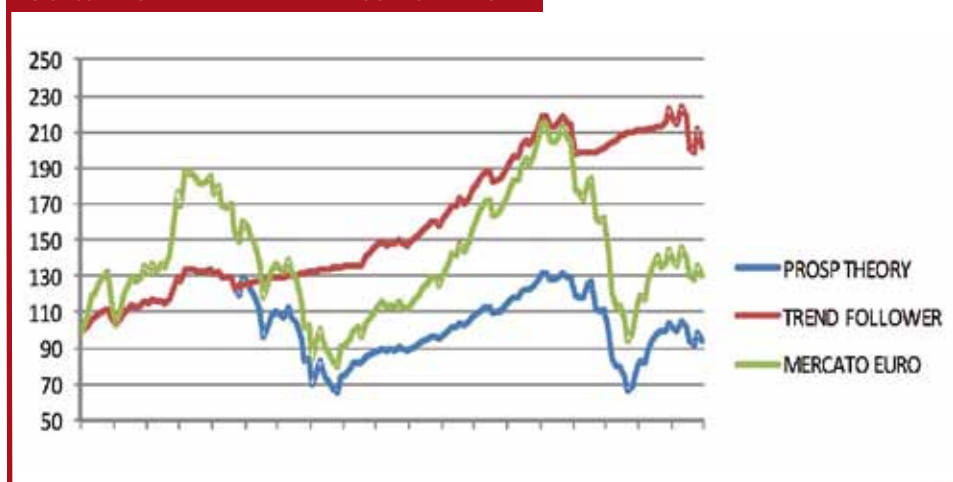
Nel grafico di Figura 1, il «trend follower» accresce il peso delle azioni in funzione del «premio per il rischio» storico (12 mesi) offerto dalle azioni, corretto per l'avversione al rischio e per la volatilità (più volatilità più prudenza). Quando il premio per il rischio storico è negativo azzerare le azioni.

Il «Prospect Theory» invece, fa come il trend follower solo al rialzo; al ribasso «lancia la moneta» (si assume il rischio) ed accresce il suo investimento quanto maggiori sono le perdite.

Il risultato è interessante: un investitore disciplinato, per il solo fatto che è stato (negli ultimi 10 anni) estremamente disciplinato, consegue risultati di investimento decisamente importanti. Ma questo investitore, purtroppo, non esiste o esiste nei nostri sogni. Nella realtà l'investitore, oscillando tra avversione e propensione al rischio, si è fatto del male.

**GLI INDICI DI CONFIDENZA DI SHILLER** Il prof. Robert Shiller (e la Yale School of Management) rende disponibili su internet i suoi «Stock Market Confidence Index», frutto di

Grafico 1 - GLI EFFETTI DELLA PROSPECT THEORY



quando scendono (accetta il rischio, incapace di vendere) Occorre dire, a onor del vero, che il mercato azionario degli ultimi 10 anni è perfetto per fare questo esperimento. È un mercato fatto di lunghi trend positivi e negativi. Quindi «scatena» l'emotività: nei trend positivi aumenta - col senno del poi - la percezione di premio per il rischio; nei trend negativi «mister market» demolisce ogni speranza di recupero riposta in ogni ripetuto investimento.

Vengono poste a confronto due tipologie di investitori: il «trend follower», caratterizzato da una costante avversione

questionari erogati a investitori individuali e istituzionali. Per motivi di spazio presentiamo solo il «Valuation Index» aggiornato a settembre 2010. La domanda posta - in sostanza - è la seguente: ritieni che il mercato sia sopravvalutato? L'indice rappresenta la percentuale di soggetti che ritengono che il mercato *non* sia sopravvalutato.

La domanda è interessante perché costringe a pensare al confronto tra prezzo e valore dei mercati azionari, richiamando alla mente l'intelligent investor di Benjamin Graham: «The investor cannot enter the arena of the stock

## Dalla produzione alla distribuzione: il ruolo dell'investment advice

Grafico 2 - VALUATION CONFIDENCE INDEX DI SHILLER



market with any real hope of success unless he is armed with mental weapons that distinguish him in kind - not in a fancied superior degree - from the trading public. One possible weapon is the indifference to market fluctuations (...). He must deal in values, not in price movements». L'esatto opposto dell'investitore «predictably irrational» di Dan Ariely.

Nel grafico 2 l'andamento dell'indice così come compare nel sito dell'Università di Yale.

Partendo dai dati del Valuation Index ho ricostruito 4 portafogli bilanciati:

- il portafoglio Institutional emotional parte dal 50% di azioni (S&P 500) e modifica l'esposizione azionaria in funzione diretta del miglioramento o del peggioramento di «umore» catturato dal relativo indice «istituzionali» (INST\_EMO nel grafico 3);
- il portafoglio Individual emotional parte dal 50% di azioni (S&P 500) e modifica l'esposizione azionaria in funzione diretta del miglioramento o del peggioramento di «umore» catturato dal relativo indice «privati» (IND\_EMO nel grafico 3);
- Il portafoglio Institutional contrarian parte dal 50% di azioni (S&P 500) e modifica

l'esposizione azionaria in funzione inversa del miglioramento o del peggioramento di «umore» catturato dal relativo indice «istituzionali» (INST\_CONTR nel grafico 3);

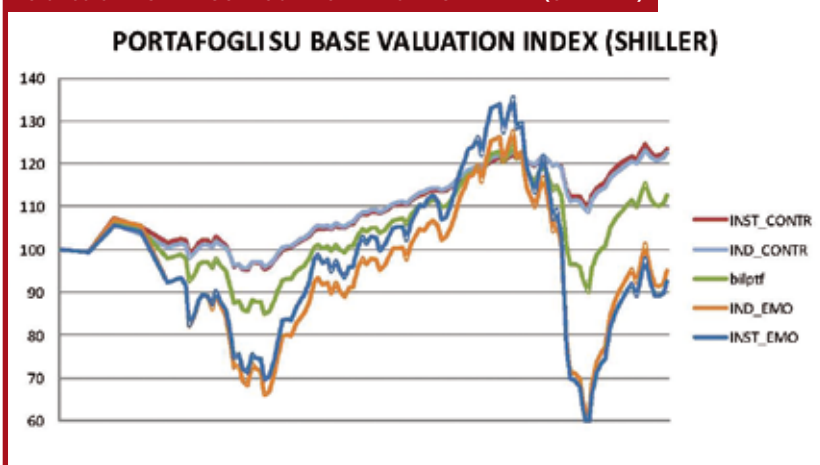
- il portafoglio Individual contrarian parte dal 50% di azioni (S&P 500) e modifica l'esposizione azionaria in funzione inversa del miglioramento o del peggioramento di «umore» catturato dal relativo indice «privati» (IND\_CONTR nel grafico 3).

In sostanza si è voluto simulare un investitore (istituzionale o individuale) che segue le proprie emozioni, rappresentate dal valuation index, contrapponendolo a un investitore (istituzionale o individuale) che invece effettua scelte opposte rispetto a quanto suggerito dalle proprie emozioni, accrescendo l'investimento azionario quando ha un sentimento negativo (pensa cioè che le azioni siano sopravvalutate) e viceversa, riducendo l'investimento azionario quando ha un sentimento positivo.

In termini di Behavioral finance, riconoscendo che ho più probabilità di sbagliare sistematicamente piuttosto che di prenderci sistematicamente, preferisco «incatenarmi» all'albero maestro, per non correre dietro alle sirene e per non fuggire di fronte ai miei incubi.

I risultati di questo esercizio sono rappresentati in Figura 3, dove compare anche un portafoglio bilanciato a pesi fissi mensili (bilptf).

Grafico 3 - PORTAFOGLI SU BASE VALUATION INDEX (SHILLER)



È interessante notare che i portafogli «emotivi» sottoperformano (mediamente) l'indice, generando anche drawdown molto più ampi. Particolarmente crudele è il periodo della recente crisi. Ma il comportamento dei portafogli è del tutto analogo nella crisi del 2001-2002.

Aver seguito il criterio che qui abbiamo chiamato impropriamente *contrarian* avrebbe portato interessanti risultati in termini rischio/rendimento.

Le differenze tra istituzionali e privati non sembrano significative: possiamo notare che gli istituzionali hanno espresso migliori performance nel periodo del trend rialzista che si apre nella primavera del 2003, ma questo vantaggio è compensato dalle maggiori perdite del 2008.

### **LA CONTABILITÀ MENTALE: UNA NATURALE DIFESA IMMUNITARIA**

La mia posizione su questo tema è piuttosto differente rispetto a quanto riportato nel quaderno Consob sulla finanza comportamentale. Per la verità il tema è solo accennato in quella sede, ove si riportano citazioni di altri autori. E le indicazioni sono aperte. Si fornisce, per esempio, questo suggerimento al consulente: «Attraverso la contabilità mentale i clienti possono convivere meglio con i rischi assunti (...) e imporsi un maggior autocontrollo. Prima di contrastarla, bisogna quindi capire caso per caso se è un punto di forza o di debolezza».

La contabilità mentale è un limite cognitivo, senza dubbio. Tuttavia costituisce anche una «risorsa naturale» che l'individuo sistematicamente utilizza per proteggersi dall'emotività delle proprie scelte.

Il «*mental accounting*», violando il principio economico della fungibilità del denaro (o meglio delle risorse finanziarie), tende a rendere ottimali allocazioni di portafoglio «parziali», per il solo fatto di essere inserite nel corretto (dal punto di vista dell'investitore) contesto di valutazione.

La ricerca di questi «contesti» costituisce un significativo passo avanti nella valutazione delle esigenze del cliente, che tende ad assumere comportamenti ottimali rispetto ai propri obiettivi specifici. Una allocazione complessiva di portafoglio, per quanto teoricamente «adeguata», può non essere considerata tale dall'investitore, inducendo azioni irrazionali ed emotive di «correzione» rispetto a eventi esogeni.

Sono tre gli aspetti principali dei conti mentali: a) i risultati di un investimento vengono percepiti e valutati diversamen-

te in funzione del conto coinvolto; b) le risorse vengono esplicitamente assegnate a diversi conti e mantengono un elevato grado di autonomia; c) i conti vengono valutati con diverse frequenze temporali e comportano differenti aggregazioni di elementi decisionali, tenuti insieme da «parentesi» nozionali.

L'individuazione di queste componenti si fonda sulla teoria dei Wealth Accounts di Shefrin e Thaler basata sulla «spendibilità» delle risorse come tentazione.

Gli individui tenderebbero a proteggere le risorse da un'eccessiva facilità di spesa, dividendole in conti mentali diversi, caratterizzati da una precisa gerarchia.

È del tutto evidente che la contabilità mentale è la base teorica comportamentale della pianificazione finanziaria.

Purtroppo la tendenza dei prodotti finanziari (e dei mercati) ad evidenziare le caratteristiche di liquidità (puoi vendere quando vuoi) viola il principio della spendibilità delle risorse come tentazione. In termini comportamentali, dunque, la liquidità di uno strumento finanziario si tradurrebbe in minaccia piuttosto che in opportunità, confondendo le difese naturali dell'investitore, che rischia di chiudere posizioni di fronte a movimenti di breve periodo, per quanto profondi, poco significativi.

Il suggerimento per il consulente è - a mio avviso - esattamente opposto a quello fornito (indirettamente) nel quaderno Consob, dove si dice: «Nello stabilire una politica di investimento, evita l'approccio dal basso verso l'alto. Considera gli obiettivi di investimento simultaneamente e proponi un'unica politica adatta per tutti gli obiettivi».

A mio giudizio, il rischio di questa posizione è che l'investitore non si riconosca - a fronte, per esempio, di situazioni di stress - nell'unica politica di investimento proposta. E quindi sia più esposto a scelte distorte.

Occorre sempre ricordare la frase di Adam Smith (autore di *The money game*, 1967): «se tu non sai chi sei... è molto costoso scoprirlo sui mercati azionari».

L'approccio bottom-up alle esigenze di contabilità mentale consentirebbe invece, a mio giudizio, la costruzione di tante politiche di investimento quanti sono i conti mentali. Come nella contabilità d'impresa, il consulente dovrebbe riclassificare il bilancio (mentale) del cliente, individuando i fabbisogni significativi e le relative modalità di corretta copertura.