

Elisabetta Righini

**BEHAVIOURAL LAW
AND ECONOMICS**

**Problemi di policy,
assetti normativi
e di vigilanza**

FrancoAngeli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Elisabetta Righini

**BEHAVIOURAL LAW
AND ECONOMICS**

**Problemi di policy,
assetti normativi
e di vigilanza**

FrancoAngeli

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Introduzione	pag. 7
1. Che cos'è la psicologia economica	» 19
1.1. Esiste una teoria unitaria a fondamento della psicologia economica?	» 19
1.2. Euristiche e bias	» 26
1.3. L'euristica della similarità	» 33
1.4. L'euristica della disponibilità	» 36
1.5. L'euristica dell'affetto	» 39
1.6. Il rammarico	» 43
1.7. Altri bias derivanti dall'euristica dell'affetto	» 46
1.8. Errori derivanti dalla "dipendenza dalla struttura"	» 48
1.9. La <i>prospect theory</i>	» 51
1.10. Avversione all'ambiguità	» 56
1.11. L'effetto dotazione	» 57
1.12. I costi sommersi (<i>sunk costs</i>)	» 60
1.13. Ancoraggio	» 61
1.14. Contabilità mentale	» 64
1.15. La teoria delle decisioni economiche: fondamenti generali	» 66
1.16. Aspetti evolutivi	» 76
1.17. Aspetti neuropsicologici	» 80
1.18. Aspetti relativi alla psicologia della personalità	» 82
1.19. Aspetti motivazionali	» 85

2. Psicologia economica e teorie economiche tradizionali	pag. 88
2.1. Psicologia economica e funzionamento del mercato	» 88
2.2. Le teorie classiche della finanza moderna	» 89
2.3. L' <i>efficient market hypothesis</i>	» 96
2.4. L' <i>efficient market hypothesis</i> è ancora attendibile? Aspetti critici	» 102
3. <i>Behavioural law and economics</i>: problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza	» 110
3.1. <i>Behavioural law and economics</i> : l'integrazione fra economia comportamentale e il diritto commerciale	» 110
3.2. Il dibattito sull'opportunità dell'intervento pubblico sui mercati finanziari	» 111
3.3. Le ragioni a favore di un regime di vigilanza pubblica sui mercati mobiliari	» 118
3.4. Problemi attuali e prospettive di riforma alla luce della finanza comportamentale	» 126
3.5. <i>Behavioral law and economics</i> , tutela dei risparmiatori ed efficienza del mercato: il <i>nudging</i> come strumento di policy	» 128
3.6. L'educazione finanziaria	» 132
3.7. La consulenza finanziaria come strumento di tutela per gli investitori	» 136
3.8. Finanza comportamentale, informazione e principio di trasparenza	» 142
3.9. Conclusioni	» 145
Bibliografia	» 149

INTRODUZIONE

Le inquietanti vicende della crisi finanziaria globale, esplosa improvvisamente (ma non così inaspettatamente per alcuni più avvertiti) al culmine del trionfo della finanza globalizzata, e del relativo dogma della razionalità ed efficienza dei mercati, hanno determinato il riaccendersi dell'interesse, peraltro mai del tutto sopito, verso forme diverse di spiegazione dei meccanismi economici, e verso teorie alternative, rispetto a quella, per oltre vent'anni assolutamente dominante, offerta dal modello neoclassico della *efficient market hypothesis*.

L'esplosione della bolla speculativa dei mutui *subprime*, l'emergere negli anni immediatamente precedenti di imponenti scandali finanziari che hanno scosso le fondamenta dei templi della finanza internazionale, l'opacità di strumenti finanziari sofisticati e complessi, come i derivati, tale da renderne difficilmente determinabile il valore e la stessa solidità patrimoniale dei soggetti e degli intermediari che li detengono, hanno infatti messo in primo piano l'interrogativo se le spiegazioni prevalenti dei meccanismi economici, e le stesse architetture finanziarie e istituzionali che ne derivano, non richiedano di essere rielaborate e riformulate, alla luce di nuovi presupposti più aderenti allo stato reale delle cose e maggiormente rispondenti ai bisogni della società.

Come infatti sottolineato dal Commissario Consob Vittorio Conti in apertura del Convegno organizzato nel giugno 2010 dalla Commissione e dalla Luiss¹:

¹ Conti V. (2011), "Intervento di apertura", in Consob, *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità*. Atti del convegno Consob-Luiss, Roma 4 giugno 2010, Consob Quaderni di finanza n. 68, maggio 2011, pp. 5-6.

L'attenzione dei policy maker e delle Autorità di vigilanza verso le difficoltà oggettive (anomalie nel processo produttivo dei prodotti finanziari, asimmetrie informative e opacità sul versante della distribuzione) è ormai consolidata; più recente e ancora molto circoscritta, invece, è la riflessione sulle difficoltà soggettive che qualificano, e possono differenziare, le scelte dei singoli a fronte di un medesimo rischio oggettivo.

La finanza comportamentale offre al proposito importanti spunti di riflessione, segnalando come i processi decisionali dei singoli siano un misto di razionalità ed emotività. Solo dando il giusto peso ad entrambe queste componenti si comprendono gli errori che possono distorcere in modo significativo le scelte di investimento determinando, ad esempio, una scarsa diversificazione o un'eccessiva movimentazione dei portafogli, con conseguenze negative che per alcuni individui possono avere carattere irreversibile.

Quanto sopra accennato, spiega dunque l'intenso interesse nei confronti della *psicologia economica* o *finanza comportamentale*, a livello non soltanto accademico, con un susseguirsi di convegni e iniziative editoriali dedicati a questo tema, ma anche delle stesse autorità di vigilanza, nazionali e comunitarie, dopo che da tempo, soprattutto a partire dagli scandali finanziari dei primi anni 2000, la stessa SEC (l'agenzia federale di vigilanza sul mercato mobiliare degli Stati Uniti) ha dedicato la sua attenzione a questo argomento.

Con l'espressione *psicologia economica* viene infatti indicata quella disciplina, individuata da alcuni con la denominazione di *economia* (o *finanza*) *comportamentale*, o anche di *economia cognitiva*, o *economia sperimentale* oppure *economia evolutiva*², che integra le teorie economiche con le indicazioni derivanti dalle scienze psicologiche circa il comportamento umano di fronte alle decisioni di carattere economico.

Più di recente è emerso anche il termine di *neuroeconomia* (*neural economics*), in cui le più nuove scoperte della neurofisiologia, attraverso la tecnica delle neuroimmagini, vengono applicate, con il contributo della neuropsicologia, ai comportamenti e alle decisioni rilevanti in ambito economico.

Circa l'ambito concreto di estensione di questa materia, il cui carattere complesso rende difficile determinarne gli esatti confini, essa può essere vista come il risultato dell'intersezione di discipline, o famiglie di discipline, quali l'economia, la matematica, la psicologia cognitiva e sociale, e le neuroscienze, oppure come lo spazio in cui queste diverse discipline si in-

² Per una rassegna di queste diverse denominazioni v: Antonietti A., Balconi M. (2008), "Introduzione", in *Mente ed economia. Come psicologia e neuroscienze spiegano il comportamento economico*, il Mulino, Bologna, pp. 7 ss.

tersecano, pur mantenendo la propria autonomia, o, infine, come un'area di intersezione fra diverse questioni, che vengono analizzate attraverso differenti punti di vista³.

Sta di fatto che questo particolare carattere interdisciplinare della materia, indipendentemente da come lo si voglia formalmente qualificare, rappresenta il punto di maggior fascino e di maggiore interesse, ma anche di maggiore criticità, della *psicologia economica*, perché l'interdisciplinarietà, se è certamente feconda di importanti innesti a carattere positivo, richiede proprio per questo massimo rigore e consapevolezza dei limiti e dei confini dei rispettivi punti di vista.

Tuttavia non vi è dubbio che, rispetto a fenomeni complessi come quelli riguardanti il comportamento umano, sia a livello individuale che aggregato, come in campo economico, la compresenza di punti di vista e prospettive provenienti da diverse discipline, anche se non sempre coincidenti, ma proprio per questo più produttivi di fecondi intrecci, costituisca un aspetto ineludibile, per giungere ad una vera comprensione della realtà.

Questo profilo interdisciplinare della *psicologia economica*, se impone da un lato di adottare un approccio rigoroso ma al contempo aperto a punti di vista diversi da quello della propria specifica disciplina, si riflette, inoltre, non solo sull'ambito della definizione dei propri precisi confini disciplinari, che vengono spesso travolti e quasi "invasi", ma anche sulla ricostruzione della storia stessa di questa materia.

Da un lato, infatti, nel ricostruire le origini di questo, peraltro recente, ambito disciplinare, si tende a ricondurne la nascita nell'alveo della tradizione propria della psicologia sociale, da cui essa avrebbe preso le mosse per introdursi poi nel campo delle scienze economiche, fecondandolo con le proprie scoperte e intuizioni, mentre altri preferiscono rivendicarne la paternità in ambito prettamente economico.

Nel primo senso, infatti, Sewell⁴, nel ricostruire la storia della finanza comportamentale, la riporta al lavoro di Selden del 1912 sulla psicologia del mercato azionario, basato sull'idea che i movimenti dei prezzi sui mercati siano determinati in gran parte dall'atteggiamento mentale degli investitori⁵, ma soprattutto alle ricerche, iniziate negli anni Settanta del secolo scorso, degli psicologi Kahnemann e Twersky sulla psicologia della deci-

³ Anche con riferimento a questo aspetto v. Antonietti A., Balconi M., *op. cit.*

⁴ Sewell M. (2010), "Behavioural Finance", testo disponibile al sito: <http://www.behavioralfinance.net>, consultato in data 31 agosto 2012.

⁵ Selden G.C. (1912), *Psychology of the Stock Market: Human Impulses Lead To Speculative Disasters*, Ticker Publishing, New York.

sione in situazioni di incertezza, con i relativi concetti di bias e di euristica, e alla loro conseguente applicazione in campo economico attraverso la formulazione, negli anni successivi, della *prospect theory*⁶, di cui si parlerà, ovviamente, in modo più ampio nei capitoli successivi.

A questi ultimi due autori, infatti, si deve il merito di avere individuato alcuni elementi di fallacia nel processo di presa di decisione della mente umana che contraddicono il modello tradizionale di decisore razionale ipotizzato dalla teoria della utilità attesa secondo Bernoulli, von Neumann e Morgenstern⁷, e che si pongono quindi in contrasto con i postulati fondamentali delle scienze economiche, imponendone una riformulazione più aderente alla realtà dei fatti.

Il lavoro degli psicologi Kahnemann e Twersky è stato poi ulteriormente proseguito dalle ricerche dell'economista Thaler⁸ sui comportamenti dei consumatori, sottolineando come spesso questi agiscano in modo contrario agli assiomi della teoria economica classica e proponendo quindi una teoria descrittiva alternativa avente come base proprio la *prospect theory*, mettendo in evidenza l'importanza di fenomeni come la sottostima dei costi sommersi (*sunk costs*) e del rimpianto. Allo stesso autore, insieme a de Bondt⁹, viene attribuito anche il merito di avere effettivamente dato inizio a quella che viene definita *finanza comportamentale*, scoprendo come la sostanziale sopravvalutazione da parte del pubblico dell'importanza di eventi nuovi e salienti comporti una serie di inefficienze all'interno dei mercati azionari.

Sempre a Thaler va ricondotta l'introduzione di concetti come quello di *mental accounting*, o *calcolo mentale*, cioè l'insieme di operazioni cogniti-

⁶ Tversky A., Kahneman D. (1973), "Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232; Tversky A., Kahneman D. (1974), "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, 185(4157), 1124-1131, Kahneman D., Tversky A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47(2), 263-292.

⁷ Bernoulli D. (1738), "Specimen theoriae novae de mensura sortis", *Comentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae*, 5, 175-192; Bernoulli D. (1954), "Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk", *Econometrica*, 22(1), 23-36. English translation of Bernoulli (1738) by Sommer L., von Neumann J., Morgenstern O. (1944), *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

⁸ Thaler R. (1980), "Toward a Positive Theory of Consumer Choice", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60.

⁹ De Bondt W.F.M., Thaler R. (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805; De Bondt W.F.M., Thaler R. (1987), "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality", *The Journal of Finance*, 42(3), 557-581.

ve utilizzate dagli individui per organizzare, valutare e registrare l'andamento delle attività finanziarie¹⁰.

Nel frattempo le ricerche di Kahneman e Tversky sono proseguite con l'individuazione del fenomeno del *framing*¹¹, di cui si dirà ampiamente più oltre, dimostrando come la preferenza per una decisione economica sia influenzata in modo decisivo dal modo in cui la questione viene presentata, e con la riformulazione della *prospect theory* nella nuova versione della *cumulative prospect theory*, in cui viene utilizzata una ponderazione cumulativa piuttosto che separata dei pesi decisionali, applicabile sia alle scelte rischiose che a quelle in situazione di incertezza, con qualsiasi numero di possibili risultati, e che permette differenti funzioni di ponderazione per i guadagni e per le perdite¹².

Altre importanti ricerche hanno portato alla luce fenomeni come lo *status quo bias* (che comporta un atteggiamento eccessivamente conservatore nell'effettuare decisioni in ambito economico)¹³, l'*effetto dotazione* o *endowment effect* (che, analogamente, porta ad assegnare maggior valore ai beni presenti nel proprio patrimonio, rispetto a beni analoghi ancora da acquistare)¹⁴, la *myopic loss aversion* (che tende a favorire l'investimento in titoli che assicurino un rendimento immediato a causa di una troppo frequente verifica dell'andamento del proprio portafoglio)¹⁵ e il concetto di *informational cascades*, che può aiutare a spiegare fenomeni come il crollo dei mercati azionari¹⁶. Altri lavori hanno messo poi in luce il ruolo svolto da fenomeni di *disposition effect* (cioè la tendenza degli investitori a vendere i titoli vincenti troppo presto e, al contrario, a trattenere in portafoglio

¹⁰ Thaler R. (1985), "Mental Accounting and Consumer Choice", *Marketing Science*, 4(3), 199-214; Thaler R.H. (1999), "Mental Accounting Matters", *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.

¹¹ Tversky A., Kahneman D. (1981), "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice", *Science*, 211(4481), 453-458.

¹² Tversky A., Kahneman D. (1992), "Advances in Prospect Theory Cumulative Representation of Uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323.

¹³ Samuelson W., Zeckhauser R. (1988), "Status Quo Bias in Decision Making", *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.

¹⁴ Kahneman D., Knetsch J.L., Thaler H. (1990), "Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem", *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325-1348.

¹⁵ Benartzi S., Thaler H.R. (1995), "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", *The Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92.

¹⁶ Ghashghaie S. et al. (1996), "Turbulent Cascades in Foreign Exchange Markets", *Nature*, 381(6585), 767-770; Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. (1998), "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades", *The Journal of Economic Perspectives*, 12(3), 151-170.

per troppo tempo i titoli in perdita)¹⁷, di *overconfidence*, *self attribution* ed eccessivo ottimismo (per cui gli investitori tendono ad essere eccessivamente ottimisti e fiduciosi nelle proprie capacità di scelta, attribuendo a se stessi il merito degli investimenti con rendimento positivo, e alla sfortuna quelli che determinano risultati negativi)¹⁸; fenomeni che risentono di differenze demografiche e di genere, in quanto appaiono più diffusi, ad esempio, per quanto riguarda la fiducia eccessiva nelle proprie capacità di trader, soprattutto fra gli investitori uomini, rispetto alle donne¹⁹. È stato inoltre approfondito il ruolo svolto dalla tendenza all'*herding*, o comportamento gregario, che porta a seguire pedissequamente l'andamento del mercato al rialzo o al ribasso, amplificandone le tendenze al di là del reale valore dei titoli e favorendone l'instabilità, soprattutto quando posto in essere dai gestori di investitori istituzionali come i fondi comuni di investimento²⁰.

Secondo la ricostruzione della storia di questa disciplina che è stata ora riportata, dunque, le origini della finanza comportamentale vanno ricondotte ad un ambito prettamente psicologico, avendo preso le mosse dalle ricerche di due giovani psicologi (Kahneman e Tversky, appunto) circa l'attitudine della mente umana a ragionare intuitivamente applicando il metodo statistico²¹ (quesito a cui i due studiosi avrebbero dovuto ben presto fornire una risposta negativa). Queste ricerche avrebbero preso poi una piega del tutto inaspettata, sfociando in applicazioni specifiche relative al funzionamento e all'andamento dei mercati finanziari, che, oltre a rivoluzionare la visione tradizionale dei fenomeni economici, avrebbero portato all'assegnazione nel 2002 a Daniel Kahneman (essendo nel frattempo Amos Tversky deceduto nel 1996) del Premio Nobel per l'economia, proprio per gli studi in questo campo.

¹⁷ Odean T. (1998), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.

¹⁸ Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. (1998), "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885; Camerer C., Lovo D. (1999), "Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach", *The American Economic Review*, 89(1), 306-318; Odean T. (1999), "Do Investors Trade Too Much?", *The American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.

¹⁹ Barber B.M., Odean T. (2001), "Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.

²⁰ Wermers R. (1999), "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices", *The Journal of Finance*, 54(2), 581-622.

²¹ Lo stesso Kahneman ricostruisce così l'origine delle proprie ricerche con A. Tversky in Kahneman D. (2011), *Thinking, fast and slow*, Farrar, Straus and Giroux, New York (trad. it. *Pensieri lenti e veloci*, Mondadori, Milano, 2012), p. 5 della traduzione italiana.

Discostandosi da questa ricostruzione²², Schilirò identifica, invece, l'origine degli impulsi verso una nuova formulazione del punto di vista tradizionale, circa la razionalità dei soggetti agenti sul mercato, nell'opera dell'economista, e successivamente psicologo e informatico, nonché premio Nobel per l'economia, Herbert Simon²³ e al concetto, dallo stesso autore elaborato a partire da ricerche condotte negli anni Cinquanta del secolo scorso di *bounded rationality*.

In particolar modo, il concetto di *bounded rationality* è stato proposto da Simon come base alternativa per l'elaborazione di modelli matematici della presa di decisione, partendo dalla considerazione che la razionalità degli individui è condizionata dalle informazioni di cui sono in possesso, dalle limitazioni cognitive proprie della mente umana e dalla necessità di adottare decisioni in un ristretto lasso di tempo. Infatti, limiti alla presa di decisioni razionali sono determinati dalla presenza di situazioni di rischio e di incertezza, dall'assenza di complete informazioni su tutte le possibili alternative e dalla complessità delle situazioni.

Tutto ciò comporta, come conseguenza, l'impossibilità pratica in concreto, anche se non la logica impossibilità in senso assoluto, di esercitare una razionalità perfetta.

Pertanto, secondo Simon, la maggior parte delle persone sono solo parzialmente razionali, mentre sono guidate dall'emozione o irrazionali nella maggior parte delle loro decisioni.

Inoltre, un soggetto che intenda adottare decisioni razionali deve prendere in considerazione non solo l'ambiente oggettivo, ma anche quello soggettivo, cioè essere a conoscenza delle proprie limitazioni cognitive, ciò che compor-

²² Schilirò D. (2012), "Bounded rationality: Psychology, economics and the financial crisis", MPRA Paper No. 40280, testo disponibile al sito <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/40280/>, consultato in data 1° settembre 2012.

²³ Simon H.A. (1955), "A behavioral model of rational choice", *Quarterly Journal of Economics*, 69 (1), February, pp. 99-118; Simon H.A. (1956), "Rational choice and the structure of the environment", *Psychological Review*, 63 (2), March, pp. 129-138; Simon H.A. (1957), *Models of man, social and rational: mathematical essays on rational human behavior in a social setting*, John Wiley and Sons, New York; Simon H.A. (1959), "Theories of decision making in economics and behavioral science", *American Economic Review*, 49 (3), June, pp. 253-283; Simon H.A. (1972), "Theories of bounded rationality", in McGuire C.B., Radner R. (eds.), *Decision and organization*, North Holland, Amsterdam; Simon H.A. (1976), "From substantive to procedural rationality", in Latsis S.J. (ed.), *Method and appraisal in economics*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 129-148; Simon H.A. (1979), "Rational decision making in business organizations" [Nobel Memorial Lecture], *American Economic Review*, 69 (4), September, pp. 493-513; Simon H.A. (1991), "Bounded rationality and organizational learning", *Organization Science*, 2 (1), pp. 125-134.

ta la consapevolezza dei processi mentali attraverso i quali si giunge alla presa di decisione. Ne consegue la centralità del concetto di razionalità procedurale, nel senso che il ragionamento (a cui fondamentalmente la razionalità viene condotta) è fortemente condizionato dalle procedure adottate per giungere all'efficienza computazionale, cioè l'adozione di efficienti procedure di elaborazione mentale dei dati per produrre buone decisioni.

Vista in termini pratici, la teoria di Simon della *bounded rationality* comporta che, poiché gli individui sono carenti delle facoltà e delle risorse per giungere all'adozione di decisioni ottimali, essi utilizzano le loro capacità razionali solo dopo avere grandemente semplificato i termini del problema e le possibili alternative disponibili. Pertanto l'obiettivo della presa di decisione in condizioni critiche, rese tali sia a causa dell'incertezza sul futuro sia per la difficoltà e il costo di acquisire tutte le informazioni riguardanti lo stato presente, non è l'ottimizzazione della scelta, ma il raggiungimento di una scelta che sia comunque soddisfacente, anche se non ottimale.

Per queste ragioni, in termini reali, le decisioni vengono prese attraverso l'uso di euristiche, cioè di tecniche sommarie che "a lume di naso" permettono di giungere a risultati soddisfacenti, anziché ottimali nel lungo periodo, e ciò a causa della complessità della situazione e della incapacità soggettiva di calcolare l'utilità attesa di tutte le possibili alternative.

Infatti, le limitazioni di attenzione, memoria e capacità di calcolo vincolano e ostacolano lo svolgimento dell'attività computazionale necessaria per l'adozione di una decisione pienamente razionale, rendendo necessario l'utilizzo di procedure semplificate e di routine, come le euristiche, e ciò in quanto la razionalità umana è appunto limitata, vincolata (*bounded*), da questi meccanismi procedurali interni e dall'incertezza del mondo reale.

Da qui l'importanza del concetto complementare di *razionalità procedurale*, che si basa sui processi cognitivi coinvolti nell'operazione di ricercare dettagliate informazioni che sono poi convertite in algoritmi.

A livello economico, Simon non ha tuttavia rigettato la concezione neoclassica, ma l'ha arricchita con l'osservazione che il modello neoclassico della decisione perfettamente razionale può essere reso più realistico tenendo conto del costo di raccogliere e valutare tutte le informazioni disponibili, con la possibilità di adottare una funzione di utilità multivalore.

Nell'ambito delle scienze psicologiche, l'intuizione di Simon circa il concetto di *bounded rationality* sarebbe quindi stata successivamente sviluppata dalle ricerche di Kahneman e Tversky, basate sulle nozioni di *bias* e di *euristica*, assumendo che le persone non cessino di essere intelligenti e animate da intenzionalità nell'attività di adozione di decisioni in situazioni di incertezza, ma prendendo in considerazione la presenza di bias, o errori

sistematici di giudizio, che allontanano i giudizi concreti dall'ambito della perfetta razionalità, e ciò in dipendenza delle modalità specifiche di elaborazione mentale delle informazioni disponibili. In particolar modo, questi ultimi autori, con il loro lavoro di ricerca hanno concretamente individuato, attraverso procedure sperimentali, le modalità specifiche con cui tali errori sistematici si strutturano, soprattutto mettendo in evidenza come le scelte individuali siano fondamentalmente condizionate dal modo in cui le particolari opzioni di scelta vengono presentate (*framing*).

Inoltre, un'ulteriore fondamentale intuizione di questi due autori è quella per cui gli individui soffrono di una deformazione nella percezione della probabilità, che si articola in maniera differente per i guadagni rispetto alle perdite, per cui i soggetti sono maggiormente avversi al rischio nel caso in cui si prospettino guadagni, mentre sono disposti a rischiare in grado maggiore pur di evitare perdite, intuizione che ha dato vita alla già ricordata *prospect theory*.

Un secondo filone di ricerca in ambito psicologico che si è contemporaneamente sviluppato, seguendo sempre le intuizioni di Simon, è stato portato avanti da Gigerenzer e Goldstein²⁴, che hanno approfondito il concetto di *fast and frugal heuristic*. Queste euristiche sono processi decisionali consci, accessibili all'introspezione e fondati sul semplice meccanismo psicologico della presa di decisione in base ad un solo elemento. In quanto tali, questi algoritmi violano una delle regole fondamentali della presa di decisione razionale, cioè il prendere in considerazione ed integrare tutte le informazioni, e ciò in base all'inadeguatezza della mente umana, con i suoi limiti, a sopportare il carico computazionale richiesto dalla soluzione di problemi complessi. Tuttavia, è possibile individuare e codificare questa tipologia di euristiche, in modo da selezionare le situazioni in cui essi si dimostrano concretamente utili nel processo di presa di decisione.

Se questo dunque, è, grosso modo, l'itinerario seguito dalla psicologia economica nel corso della sua evoluzione, è certo che negli ultimi anni questa disciplina è stata oggetto di sempre crescente attenzione, sia in ambito psicologico che economico.

Da questo punto di vista, inoltre, soprattutto le vicende che hanno agitato il mondo economico e finanziario internazionale (a partire dagli scandali finanziari dell'inizio degli anni 2000, e, a maggior ragione, la crisi esplosa

²⁴ Gigerenzer G., Goldstein D.G. (1996), "Reasoning the fast and frugal way: models of bounded rationality", *Psychological Review*, 103 (4), pp. 650-669; Todd P.M., Gigerenzer G. (2003), "Bounding rationality to the world", *Journal of Economic Psychology*, 24, pp. 143-165.

nel 2008), hanno contribuito a focalizzare l'attenzione su modelli alternativi di spiegazione dei fenomeni economici, che la psicologia economica e la finanza comportamentale possono ben contribuire a fornire.

Il clima di incertezza che la crisi finanziaria ha indubbiamente evocato contribuisce certamente sempre più al sorgere di interrogativi sulla costante ed eccessiva presenza della speculazione sui mercati, a vantaggio dell'interesse egoistico di alcuni e a detrimento dell'interesse generale dell'economia al mantenimento di una condizione di efficienza degli scambi. Inoltre tale stato di cose rende sempre maggiore la consapevolezza che i modelli teorici e matematici classici non sono più in grado di spiegare adeguatamente perché si verifichino crisi finanziarie globali come quella attuale, se, come tali modelli sostengono, gli individui sono razionali e i mercati sono efficienti e agiscono razionalmente. Né tali modelli sono in grado di prevedere correttamente nel tempo l'esplosione di siffatte crisi.

La psicologia economica e la finanza comportamentale potrebbero, invece, proprio attraverso l'assunzione del carattere irrazionale, in senso tradizionale, del comportamento economico individuale e aggregato cercare di fornire risposte più soddisfacenti, e ciò probabilmente spiega l'interesse di cui queste discipline si trovano oggi al centro.

Tale interesse, peraltro, non è limitato strettamente all'ambito economico e finanziario. Negli ultimi anni, infatti, l'attenzione per la psicologia economica e la finanza comportamentale ha coinvolto anche gli studiosi del diritto commerciale, con particolare riferimento al settore del diritto dei mercati finanziari, fino a determinare il sorgere negli Stati Uniti, fin dalla metà degli anni Novanta del secolo scorso, di un filone di ricerca in campo giuridico denominato *behavioural law and economics*, che appunto si propone di estendere le conclusioni espresse dagli studiosi della finanza comportamentale, anche alla regolamentazione dei mercati finanziari, sia in termini di analisi della disciplina esistente che in termine di proposte di policy normativa²⁵.

²⁵ Per una panoramica sulle origini della *behavioral law and economics* v. Sunstein C.R. (1997), "Behavioral Analysis of Law", *U. Chi. L. Rev.*, 64, 1175, 1178; Choi S.J., Pritchard A.C. (2003), "Behavioral Economics and the SEC", *Stanford Law Review*, 56, pp. 1-73; Jolls C., Sunstein C.R., Thaler R.H. (1998), "A Behavioral Approach to Law and Economics", *Stanford Law Review*, 50, p. 1471; Korobkin R.B., Ulen T.S. (2000), "Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics", *California Law Review*, 88, p. 1051; Langevoort D.C. (1998), "Behavioral Theories of Judgment and Decision Making in Legal Scholarship: A Literature Review", *Vanderbilt Law Review*, 51, p. 1499; Sunstein C.R. (1999), "Behavioral Law and Economics: A Progress Report", *American Law & Economics Review*, 1, p. 115; Thompson R.B. (1997), "Securities Regula-

Ne è scaturito un dibattito che ha riguardato innanzitutto l'adeguatezza dell'assetto normativo attuale dei mercati finanziari, basato in gran parte sull'approccio economico di stampo tradizionale, rispetto alle nuove acquisizioni, circa il comportamento irrazionale dei mercati e degli agenti economici che su di essi operano, realizzate ad opera della psicologia economica. Questo dibattito è stato inoltre reso più acceso, e la necessità di adottare soluzioni normative adeguate ancora più stringente, dagli effetti della crisi economica, che impone di assumere scelte innovative alla ricerca di strumenti per risolvere la congiuntura attuale e prevenire analoghe, e potenzialmente più gravi, crisi future.

La *behavioural law and economics* sta diventando quindi una disciplina di grande attualità, non soltanto in ambito accademico, ma anche per le autorità di vigilanza sui mercati finanziari. In Italia la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è già intervenuta con diverse iniziative, come il convegno citato all'inizio e la pubblicazione di alcune opere editoriali di studio e di approfondimento di questa materia²⁶, anche sulla base di iniziative che si collocano nella medesima direzione, intervenute a livello europeo da parte dell'ESMA (European Securities and Markets Authority), della britannica Financial Services Authority (FSA), e dell'Autorité des marchés financiers (AMF) francese, e, in ambito internazionale, ad opera della SEC, l'agenzia federale statunitense per la vigilanza sul mercato mobiliare²⁷.

Seguendo questa scia, il presente lavoro si propone di analizzare gli stimoli e gli spunti che la psicologia economica può fornire alla regolamentazione del mercato finanziario.

In special modo, dopo avere riassunto le principali acquisizioni teoriche della psicologia economica e della finanza comportamentale in particolare, si passerà ad analizzare le ricadute che queste ricerche hanno avuto sulle teorie economiche riguardanti il funzionamento dei mercati finanziari.

Successivamente si esamineranno i principali punti del dibattito nell'ambito della *behavioural law and economics* riguardanti il tema della regolamentazione dei mercati finanziari e delle relative policy.

tion in an Electronic Age: The Impact of Cognitive Psychology", *Wash. University Law Quarterly*, 75, p. 779.

²⁶ Si ricordano in proposito: Linciano N. (2010), "Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale", Consob, *Quaderni di Finanza*, n. 66, gennaio, Roma, e Linciano N., Soccorso P. (2012), "La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario", Consob, *Discussion Paper*, n. 4, luglio, Roma.

²⁷ In ordine a questi aspetti v. Linciano N., Soccorso P. (2012), *op. cit.*, p. 28 ss.

1. CHE COS'È LA PSICOLOGIA ECONOMICA

1.1. Esiste una teoria unitaria a fondamento della psicologia economica?

Un'osservazione piuttosto diffusa¹, anche in senso critico, nei confronti della psicologia economica, e della finanza comportamentale in particolare, è che questa disciplina non avrebbe una propria teoria unitaria di riferimento.

Ciò potrebbe determinare il rischio di un'assenza di sistematicità, in mancanza di una base teorica solida che fornisca a questa materia un fondamento univoco e di carattere generale, comportando anche la difficoltà di ricavare dalle ricerche compiute nell'ambito della finanza comportamentale elementi conclusivi, che permettano di estenderne validamente le risultanze anche ad altre discipline, come ad esempio a quelle giuridiche, all'interno della già ricordata visione propria della *behavioural law and economics*.

Infatti, in quest'ottica critica, la finanza comportamentale non si reggerebbe su una teoria organica e unitaria, bensì su un coacervo di prove sperimentali riguardo l'inefficienza del processo decisionale umano in vari settori, prove spesso accertate attraverso procedure di laboratorio di carattere artificioso e scarsamente corrispondente alla realtà delle situazioni concrete.

Pertanto, la psicologia economica lascerebbe senza risposta alcuni quesiti fondamentali, sia dal punto di vista teorico sia pratico, come quelli riguardanti la misurazione dell'entità di vari aspetti dei limiti alla razionalità che sono propri del concetto di *bounded rationality*, e soprattutto la possibilità di trovare soluzioni per ridurre gli aspetti problematici e negativi che

¹ V. in questo senso Choi S.J., Pritchard A.C. (2003), *op. cit.*, p. 9., Bainbridge S.M. (2000), "Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis", *University of Cincinnati Law Review*, vol. 68, pp. 1023-1060.