

1. DEFINIZIONE

La **finanza comportamentale** (*behavioral finance*) può definirsi, sinteticamente, come una branca della finanza che unisce in sé aspetti di *psicologia cognitiva* a teorie finanziarie in senso stretto. Rinnequando il paradigma classico secondo cui gli individui agiscono in modo perfettamente razionale, tali studi mettono a fuoco gli aspetti più realistici ed umani dell'*homo oeconomicus*, i suoi errori, la sua irrazionalità, la mancanza di informazioni.

In pratica, con questo nuovo approccio si cerca di spiegare le cd. “anomalie” dei mercati finanziari analizzando i comportamenti degli “attori economici”.

Lo studio comportamentale della finanza ha origini molto recenti e risale alla metà degli anni settanta con i lavori pionieristici di Daniel Kahneman e Hersh Shefrin, che furono i primi a capire che la finanza comportamentale avrebbe rappresentato la nuova frontiera della finanza aziendale.

Tuttavia la ricerca in materia si è sviluppata molto più tardi, verso la fine degli anni novanta ed ha avuto la sua consacrazione nel 2002 con l’attribuzione del premio Nobel per l’Economia allo stesso Kahneman e all’economista sperimentale Vernon Smith.

Come già detto, la finanza aziendale si presta molto bene ad essere approcciata dal punto di vista comportamentale.

Sappiamo che il cervello umano si è sviluppato adattandosi nel corso dei millenni, alla realtà circostante, sviluppando regole empiriche, dette **euristiche**, che ci aiutano nella soluzione dei problemi quotidiani. Tuttavia, se queste euristiche possono andar bene nella vita di tutti i giorni, in ambito finanziario possono portare ad errori (cd. *bias*) anche molto costosi.

Occorre, dunque, capire come certi comportamenti possono influenzare certe decisioni di natura finanziaria.

Analizzando i comportamenti dei manager, ad esempio, si è notato che, troppo spesso, essi definiscono ottimisti e sicuri di sé. Ciò, tuttavia, non sempre è un bene, come vedremo tra breve.

Esistono, infatti, particolari fenomeni psicologici (ce. *trappole comportamentali*) che spingono i manager a prendere decisioni sbagliate, che possono rivelarsi dannose per gli interessi dell’azienda e degli azionisti. Lo scopo della finanza comportamentale è di portare alla luce queste trappole comportamentali e cercare di disinnescarle, attraverso l’addestramento e le procedure.

2. BIAS

Col termine anglosassone **bias** si indica una *predisposizione ad un errore di tipo cognitivo*. In italiano potremmo tradurlo “pregiudizio”, nel senso di qualcosa che anticipa un giudizio.

Esempi di bias possono essere: *eccessivo ottimismo*, *overconfidence*, *illusione di controllo*.

Come già detto, spesso i manager peccano di eccessivo ottimismo, sovrastimando la frequenza dei risultati a favore e sottostimando quella dei risultati a sfavore.

L’**overconfidence** (*essere troppo sicuri di sé*) è un tipo di bias che riguarda il grado di cognizione relativo alle proprie proprie abilità e la consapevolezza dei propri limiti, il che porta ad un’eccessiva fiducia nei propri mezzi e ad una sopravvalutazione di sé. L’arroganza, ad esempio, può essere un sintomo di overconfidence. Un manager troppo sicuro di se tende a prendere decisioni non ottimali, perché tende a seguire troppo il suo istinto, ignorando i segnali del mercato o le informazioni che contrastano con il suo modo di pensare, ascoltando solo ciò che gli fa più comodo (cd. **bias di conferma**).

Inoltre, i manager spesso sopravvalutano il grado di controllo che hanno sui risultati, dimenticando che l’esito di una decisione è un mix di fortuna e capacità personali. Questo tipo di bias è detto, appunto, **illusione di controllo**.

3. EURISTICHE

Come già anticipato, la maggior parte degli esseri umani, e quindi, anche i manager, basa le proprie decisioni su regole empiriche, dette **euristiche**.

Esempi di bias che generalmente derivano dal fare affidamento su comportamenti euristici sono:

rappresentatività, disponibilità, ancoraggio, affetto.

Col termine di **rappresentatività** gli psicologi indicano quella serie di comportamenti euristici che si basano su analogie, stereotipi, luoghi comuni.

In genere, gli individui tendono a fare troppo affidamento sulla rappresentatività, e ciò può dar luogo a distorsioni cognitive (ad esempio, pensare che Internet rappresenti l'intera economia).

I manager ricorrono a informazioni che sono maggiormente disponibili rispetto ad altre che lo sono meno. In questo modo però, tendono a rilevare solo i segnali forti provenienti dal mercato, sottovalutando o ignorando quelli deboli: in ciò consiste il bias della **disponibilità**.

Nell'elaborare un giudizio, spesso i soggetti si ancorano a determinati benchmark che hanno in mente e da essi non si discostano, ma anzi diventano un loro caposaldo, anche quando mutano gli scenari economici (si pensi alle diverse previsioni di crescita in periodi di espansione e recessione).

Da qui la denominazione euristica dell'**ancoraggio**.

Per quanto riguarda l'euristica dell'**affetto**, gli psicologi utilizzano questo termine tecnico per indicare l'intuizione o l'istinto con i quali il manager tende a basare le proprie decisioni.

Spesso affidarsi esclusivamente al proprio intuito (come ad esempio nel caso di acquisizioni societarie) può rivelarsi un errore, soprattutto quando si presume di preferire l'esperienza empirica all'analisi rigorosa del valore.

4. EFFETTI DI FRAMING

Il termine anglosassone **framing** è difficilmente traducibile in italiano. Potrebbe intendersi il modo in cui una questione viene posta, quale sinonimo di "descrizione".

Si verifica allora un **effetto di framing** quando le decisioni di un manager sono vulnerabili e vengono facilmente influenzate dal modo in cui la descrizione del compito decisionale, il suo *quadro di riferimento*, viene presentato.

Il framing è un aspetto critico della **teoria del prospetto**, sviluppata dal premio Nobel Kahneman e Tversky per descrivere il modo in cui gli individui prendono decisioni che coinvolgono rischio e incertezza.

Tale teoria, in particolare, presenta due importanti fenomeni definiti **avversione alla perdita e avversione alla perdita certa**.

A) AVVERSIONE ALLA PERDITA

L'**avversione alla perdita** spinge le persone a comportarsi in modo avverso al rischio di fronte ad alternative che presentano sia possibilità di guadagno sia di perdita.

In pratica molti individui, in presenza di alternative rischiose, operano scelte mettendo sul piatto della bilancia potenziali guadagni e perdite, in modo che la bilancia penda dalla parte dei guadagni.

In altre parole, in una situazione di gioco rischioso del tipo 50 e 50 (come ad esempio nel lancio di una moneta con testa o croce) ci sono le stesse probabilità di guadagno e di perdita.

Di conseguenza, chi rifiuta di giocare al 50% delle possibilità, è un individuo che attribuisce maggiore importanza a una perdita di X euro piuttosto che a un guadagno della stessa entità.

In media, si è scoperto che, in un gioco rischioso, gli individui che non amano la scommessa (sono cioè avversi alle perdite) hanno una percezione *due volte e mezzo* più acuta della perdita rispetto al guadagno.

Altre persone, invece, considerano i rischi ripetuti nel tempo alla stessa stregua di situazioni una tantum, comportandosi quindi in modo eccessivamente conservativo.

E' stato constatato, infine, che l'avversione alla perdita può causare un'avversione a contrarre debiti, anche quando emettere debiti maggiori potrebbe produrre effetti collaterali finanziari positivi per l'azienda. Da un punto di vista psicologico, infatti, le perdite potenziali derivanti da difficoltà finanziarie possono sembrare più pesanti rispetto ai potenziali guadagni derivanti dai risparmi fiscali, sperimentati attraverso la riduzione delle imposte societarie (cd. *scudo fiscale*).

B) AVVERSIONE ALLA PERDITA CERTA

Si parla di **avversione alla perdita certa** quando un individuo, in un gioco rischioso, sceglie l'alternativa rischiosa nonostante, a livello statistico, la perdita attesa derivante dal gioco rischioso risulta maggiore di quella certa. In pratica, la scelta di correre il rischio è fatta nella speranza di battere le probabilità di perdita certa, o almeno di pareggiare. Chiariamo con un esempio.

Supponiamo che un individuo abbia perso in un gioco rischioso 79 euro e sia posto dinanzi ad una scelta: accettare la perdita e pagare i 79 euro o affrontare una nuova scommessa più rischiosa. Scegliendo l'alternativa rischiosa, l'individuo ha l'80% di probabilità di dover sopportare una perdita di 100 euro e il 20% di probabilità di non dover soffrire alcuna perdita.

Quale sarà la sua scelta? La perdita certa di 79 euro o il rischio di una nuova scommessa?

Ebbene secondo diversi studi, è stato appurato che la maggioranza delle persone sceglierebbe l'alternativa rischiosa sebbene la perdita attesa di 100 euro (con una probabilità di verificarsi molto alta, pari all'80%) sia maggiore di quella certa, pari a 79 euro.

Se ne deduce che gli individui che si considerano esposti a perdite sono più propensi a correre dei rischi rispetto a quelle che ritengono di poter ottenere profitti.

5. DEBIASING

I fenomeni psicologici sopra descritti sono sistematici e persistenti. Quale soluzione adottare, dunque, per ridurre al minimo questi errori?

Il processo di **debiasing** (correzione dei bias cognitivi) può fungere allo scopo.

Gli psicologi hanno ripetutamente dimostrato che riconoscere gli errori non implica un cambiamento automatico dei comportamenti.

La psicologia che governa i bias non varia nel tempo, nel senso che gli individui possono imparare a evitare gli errori, ma il processo di apprendimento è lungo e lento e richiede notevoli sforzi. Purtroppo in finanza aziendale, tra il momento in cui le decisioni vengono prese e quello in cui se ne conoscono gli esiti trascorrono intervalli temporali piuttosto lunghi. L'importanza dei tempi di feedback, come è intuibile, risulta quindi fondamentale per correggere errori e bias cognitivi. E se è vero che i manager commettono errori sia a livello individuale sia di gruppo societario, mitigare gli errori su entrambi i livelli richiede un approccio ancor più scientifico e disciplinato.

6. EURISTICHE DI VALUTAZIONE

Abbiamo detto che le euristiche e il framing influiscono sul modo in cui i manager e gli analisti determinano il valore delle aziende.

Le tecniche di valutazione tradizionali insegnate dalla finanza aziendale si basano sul calcolo del valore intrinseco o fondamentale.

Gli analisti e i manager, viceversa, fanno uso di tecniche euristiche, non basandosi sull'approccio classico dell'analisi dei flussi di cassa attualizzati.

In genere si distinguono tre euristiche di valutazione, che prendono il nome dagli indici finanziari su cui si centrano: rapporto prezzo/utigli (P/E, ossia *price earning ratio*), rapporto prezzo/utigli corretto per la crescita (PEG) e rapporto prezzo/vendite (*price to sales*).

A) Euristica prezzo/utigli

La valutazione basata sul **price earning ratio** si ottiene dal prodotto di due fattori: un rapporto prezzo/utigli e una stima degli utigli.

Il rapporto P/E è espresso dalla formula P_0/E_1 , dove P_0 indica il prezzo corrente e E_1 la stima degli utigli per azione per il successivo anno. In pratica, il rapporto è espresso in termini attesi.

L'identità della valutazione è data dalla seguente relazione

$$P_0 = P_0/E_1 \times E_1$$

utilizzata anche per effettuare previsioni sui prezzi futuri. Per stimare il prezzo P_1 da qui a un anno occorre applicare la seguente formula:

$$P_1 = P_0/E_1 \times E_2$$

Ovviamente la difficoltà sta nella formulazione di previsioni sensate del rapporto P/E per l'anno successivo e degli utili per azione fra due anni.

B) Euristica PEG

Tale rapporto è dato dal price earning ratio (P/E) diviso il suo tasso di crescita degli utili atteso per anno (in pratica $100 \times$ il tasso di crescita atteso degli utili).

Il presupposto all'utilizzo del rapporto PEG è che le azioni di imprese che hanno una crescita elevata meritino rapporti P/E più alti rispetto alle società con una crescita inferiore.

La valutazione basata sul PEG implica il prodotto di tre termini: il PEG, una stima dei futuri utili per azione e della crescita attesa degli utili.

L'equazione che esprime tale valutazione è la seguente:

$$P_0 = PEG \times E_1 \times G$$

dove G equivale a 100 per il tasso di crescita.

Come accade per l'euristica P/E, anche l'euristica PEG può essere impiegata per stimare il prezzo P_1 tra un anno. Per fare ciò occorrono previsioni del rapporto PEG che si applichino all'anno successivo, degli utili per azione per i due anni successivi, e del tasso di crescita per l'intero orizzonte temporale della previsione.

C) Euristica prezzo/vendite

Detta anche *price to sales*, questa euristica ha la stessa struttura dell'euristica P/E, solo che al posto degli utili futuri ci sono le vendite future, per cui la formula si modifica così:

$$P_0 = P_0/S_1 \times S_1$$

dove la S indica, appunto, le vendite (*sales*).