

UMBERTO MORERA – EMILIANO MARCHISIO

## INVESTITORI A RAZIONALITÀ LIMITATA

### CONSEGUENZE PRECETTIVE E INDICAZIONI DI POLITICA DEL DIRITTO

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 1   | La finanza comportamentale .....   | 1  |
| 2   | Gli errori di ragionamento e di preferenze .....   | 2  |
| 2.1 | Effetto contesto, avversione alle perdite e teoria del prospetto .....   | 3  |
| 2.2 | Disponibilità, rappresentatività e <i>bias</i> di conferma.....  | 5  |
| 2.3 | Ipersicurezza .....  | 6  |
| 2.4 | Ancoraggio, dotazione, <i>status quo</i> e conti mentali .....   | 6  |
| 2.5 | Errori di natura “sociale”: l’istinto gregario .....   | 8  |
| 3   | Rilevanza delle prospettive suggerite dalla finanza comportamentale nel dominio del diritto.....   | 8  |
| 3.1 | Una precisazione di politica del diritto. Allocazione del rischio dell’investimento e azzardo morale. ....   | 10 |
| 4   | Finanza comportamentale e diritto positivo .....   | 11 |
| 4.1 | “Irrazionalità” come elemento di asimmetria, ma non come causa di incapacità o di vizio della volontà dell’investitore.....                                      | 11 |
| 4.2 | “Irrazionalità” come “concorso nel fatto dannoso” ex art. 1227, comma 1, cod. civ.? Condizioni per l’applicabilità a favore dell’intermediario. ....             | 12 |
| 4.3 | La <i>Know Your Customer Rule</i> ed i questionari per la determinazione del “profilo di rischio” dell’investitore.....  | 14 |
| 4.4 | L’informazione ed il requisito di chiarezza .....  | 14 |
| 4.5 | Il ruolo della consulenza finanziaria.....   | 16 |
| 4.6 | L’educazione finanziaria .....   | 17 |
| 5   | Finanza comportamentale e strategie di disciplina. Alcune proposte <i>de jure condendo</i>   | 18 |
| 5.1 | Sfruttamento delle “opzioni residuali” e <i>nudge</i> .....  | 18 |
| 5.2 | Concessione di un termine obbligatorio per la sottoscrizione del contratto. Preferibilità di un sistema di comparabilità basato su pubblicità obbligatoria. .... | 19 |

\*\*\* \*\*

### 1 La finanza comportamentale

La teoria dei mercati finanziari dominante si è sempre tradizionalmente fondata sul paradigma teorico dell’economia classica di “razionalità” dell’investitore, degli altri operatori economici e, financo, del regolatore.

Secondo tale paradigma, gli investitori selezionano, tra le alternative di investimento disponibili sul mercato, quelle che

massimizzano la propria utilità, sulla base di preferenze stabili, coerenti ed obiettive ed all'esito di un meccanismo di scelta nel quale prendono in esame tutte le informazioni disponibili sul mercato.

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

Gli studi di finanza comportamentale (*behavioral finance*), tuttavia, hanno dimostrato empiricamente che le scelte economiche degli individui sono ben lungi dal rispecchiare il tradizionale modello astratto di "razionalità"; essendo invece influenzate sistematicamente – e dunque prevedibilmente – da errori di ragionamento e di preferenze.

E se tali "errori" sono incompatibili con il paradigma classico della razionalità delle scelte, essi sono tuttavia tipici, frequenti e prevedibili, in quanto in gran parte conseguenti a vincoli biologici dell'essere umano.

In particolare, tutti gli scostamenti dal paradigma della razionalità sono riconducibili a schemi e strategie tipici. Nella letteratura essi sono classificati come "*euristiche*" (cioè scorciatoie mentali), consistenti in regole elementari che consentono di semplificare decisioni e problemi complessi o in presenza di informazioni incomplete, e "*bias*", cioè pre-giudizi che influenzano le scelte individuali, sia sotto il profilo emotivo che sotto quello percettivo.

## **2 Gli errori di ragionamento e di preferenze**

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

## 2.1 *Effetto contesto, avversione alle perdite e teoria del prospetto*

Quanto appena rilevato si rinviene invero anche nell'ambito della finanza comportamentale; nella quale si definisce *effetto contesto* (o *framing*) la circostanza per la quale le decisioni di investimento dipendono dal contesto in cui viene assunta la decisione stessa; in particolare, dalle modalità con le quali l'opzione da scegliere viene presentata al soggetto.

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

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

Ad esempio, è molto più probabile che un soggetto sia disposto a rinunciare ad uno sconto (10) su di un prezzo (110) già maggiorato a causa di un servizio accessorio ( $100 + 10 = 110$ ), piuttosto che ad accettare, sul prezzo (100), la maggiorazione (10) per ottenere il servizio accessorio.

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

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

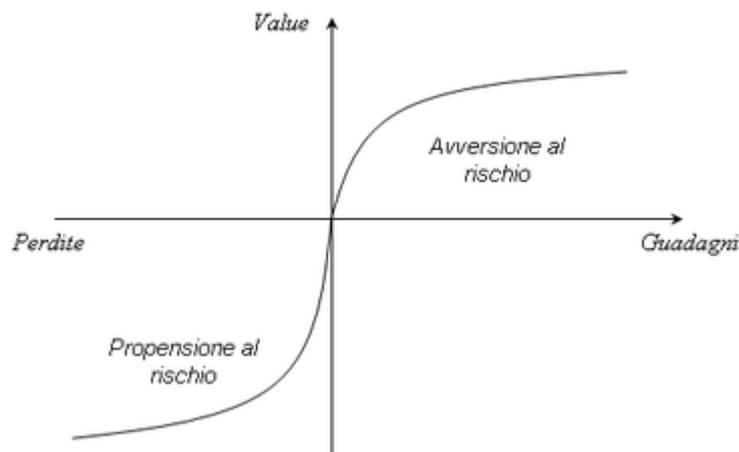
Tale *bias* è di fondamentale importanza in quanto determina, come conseguenza, che le decisioni di investimento possono variare considerevolmente a seconda che gli esiti siano rappresentati come

“perdite”, piuttosto che come “mancati guadagni”; in connessione, pertanto, con la distorsione del *framing*.

Non a caso, è proprio sull'avversione alle perdite e sull'effetto contesto (*framing*) che è stata elaborata la c.d. “teoria del prospetto”, la quale si propone di descrivere le condotte assunte dagli individui di fronte a decisioni in condizione di rischio, che empiricamente risultano essere spesso incompatibili con i principi di razionalità economica.

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

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



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

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

## 2.2 *Disponibilità, rappresentatività e bias di conferma*

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

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

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

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

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

### 2.3 *Ipersicurezza*

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

In questo secondo senso si ragiona, in letteratura, di "*distorsione da autoattribuzione*", consistente nel fenomeno per il quale gli individui (investitori o intermediari) tendono ad attribuirsi il merito al verificarsi di un evento favorevole, senza considerare che i risultati esaminati potrebbero non derivare da un semplice *post hoc ergo propter hoc* bensì da una serie di fattori molto più ampia e, potenzialmente, non completamente identificabile.

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

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

### 2.4 *Ancoraggio, dotazione, status quo e conti mentali*

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

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

Si noti che in alcune ipotesi questo termine può avere una sua precisa rilevanza ai fini della scelta, come avviene per il prezzo di acquisto di un titolo, ovvero per il suo andamento passato (in particolare nella c.d.

analisi tecnica). In altre ipotesi, invece, detto termine può essere del tutto casuale, prescindendo totalmente dalla rilevanza ai fini del problema affrontato, e nondimeno rilevare ai fini di un concreto ancoraggio.

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

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

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

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

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

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

Tale euristica determina conseguenze molto importanti sulle scelte di investimento. Si pensi al c.d. “*effetto costi sommersi*” (*sunk cost effect*), per il quale le scelte successive sono assai spesso (ed irrazionalmente) influenzate da costi relativi a scelte precedenti e irreversibili (i “costi affondati” o *sunk costs*, appunto), i quali, invece, per definizione dovrebbero essere irrilevanti.

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

### 2.5 Errori di natura “sociale”: l’istinto gregario

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

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

A titolo di esempio, possono ricordarsi avvenimenti in cui l’opinione della comunità degli investitori ha influito in maniera determinante nelle scelte di investimento degli individui, tanto in riferimento a singole imprese che ad interi settori produttivi, nel qual caso si usa far riferimento alla metafora della “bolla”.

## 3 Rilevanza delle prospettive suggerite dalla finanza comportamentale nel dominio del diritto.

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

L'utilizzo del diritto privato come strumento funzionalmente destinato ad eliminare, o quantomeno a ridurre, le disparità di conoscenza e di forza contrattuale tra le parti è acquisto concettuale ormai risalente; ed è pacificamente riconosciuto nell'attuale ordinamento, come avviene ad esempio in materia bancaria e finanziaria, o in genere nel campo dei contratti dei consumatori.

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

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

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

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

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

### 3.1 *Una precisazione di politica del diritto. Allocazione del rischio dell'investimento e azzardo morale.*

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

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

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

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

#### 4 Finanza comportamentale e diritto positivo

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

##### 4.1 *“Irrazionalità” come elemento di asimmetria, ma non come causa di incapacità o di vizio della volontà dell’investitore.*

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

Neppure sembra che siffatta “irrazionalità inevitabile” possa essere considerata, in ogni caso, causa di incapacità naturale di intendere e di volere, *ex art. 424 cod. civ.*

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

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

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

definizione l'intermediario contraente sarebbe ben consapevole dello stato di incapacità del contraente. Il che costituisce ipotesi ricostruttiva neppure proponibile.

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

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

#### **4.2 "Irrazionalità" come "concorso nel fatto dannoso" ex art. 1227, comma 1, cod. civ.? Condizioni per l'applicabilità a favore dell'intermediario.**

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

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

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

termini di “colpa obiettiva”, e l’art. 1227, comma 1, cod. civ. si ritiene pacificamente applicabile anche allo specifico caso dello stato di incapacità del danneggiato.

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

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

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

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

Non rinunciando comunque ad indagare, almeno in prospettiva futura, se possa considerarsi sufficiente il formale rispetto della disciplina a tutela dell’investitore previsto dalla normativa di settore (*box ticking approach*), ovvero se necessiti anche la prova dell’intermediario di aver posto in essere – in concreto – tutto quanto necessario al fine di evitare il danno in capo all’investitore.

#### **4.3 *La Know Your Customer Rule ed i questionari per la determinazione del "profilo di rischio" dell'investitore.***

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

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

Appare invero opportuna un'identificazione del profilo di rischio attraverso questionari incentrati, oltre che sulla capacità (economica) di sopportare il rischio, anche e soprattutto sulla tolleranza (psicologica) al rischio stesso.

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

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

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

#### **4.4 *L'informazione ed il requisito di chiarezza***

Si è detto come secondo il paradigma classico l'accesso a tutte le informazioni da parte degli investitori rappresenterebbe la premessa per

l'adozione di scelte razionali e per il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4.5 *Il ruolo della consulenza finanziaria*

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

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

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

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

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

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

#### 4.6 *L'educazione finanziaria*

La letteratura di finanza comportamentale ha da tempo sottolineato il fondamentale ruolo della "educazione degli investitori" (*investor education*) al fine della eliminazione, o quantomeno della riduzione, degli errori di valutazione derivanti dalla scarsa conoscenza della materia finanziaria e dei meccanismi di rappresentazione e soluzione dei relativi problemi.

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

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

Fermo ciò, non può in alcun caso tacersi che se l'educazione finanziaria sembra avere un (seppur limitato) effetto positivo nella

soluzione dei problemi di ridotta *cultura finanziaria*, non altrettanto può dirsi in relazione ai problemi riguardanti i *processi decisionali*.

In particolare, si è notato che l'educazione finanziaria può generare un sovraccarico informativo (*information overload*) e, paradossalmente, fungere da meccanismo di rinforzo per alcuni errori cognitivi e comportamentali come l'eccesso di ottimismo, l'eccesso di sicurezza di sé e l'illusione di detenere il controllo delle proprie scelte.

## **5 Finanza comportamentale e strategie di disciplina. Alcune proposte *de jure condendo***

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

### **5.1 Sfruttamento delle "opzioni residuali" e nudge**

Alcuni autori propongono di affrontare gli errori di ragionamento e di preferenze esaminati nel presente scritto mediante soluzioni definite di "*paternalismo liberario*".

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

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

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

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

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

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

## ***5.2 Concessione di un termine obbligatorio per la sottoscrizione del contratto. Preferibilità di un sistema di comparabilità basato su pubblicità obbligatoria.***

Il problema dell'irrazionalità dell'individuo è certamente aggravato dalla circostanza che costui possa essere chiamato ad assumere la sua decisione economica entro un lasso di tempo ristretto; ipotesi che sollecita l'utilizzo di aree del cervello di pronta reattività ma di scarsa analiticità, in danno delle aree della riflessione analitica le quali invece richiedono tempi di reazione ben maggiori.

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

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

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