

ANNO PUBBLICAZIONE: 2015  
CODICE ISBN: 9788823880641

## 14. Psicologia dell'investitore *retail* e disciplina di protezione

di UMBERTO MORERA

### SOMMARIO:

14.1. Introduzione – 14.2. Il “sistema” delle regole di condotta in materia di investimenti – 14.3. Il ruolo dell'informazione – 14.4. La tipologia di informazioni – 14.5. I guadagni e le perdite – 14.6. La percezione del vantaggio rispetto alla quantità – 14.7. La “deresponsabilizzazione” dell'investitore – 14.8. Il concorso di colpa civilistico dell'investitore *ex art.* 1227 c.c. – 14.9. Conclusioni

### 14.1. Introduzione

In merito ai “servizi di investimento”, Mario Cera (v. Capitolo 5) ha saputo sintetizzare molto bene quasi tutto. Ha messo in luce i veri profili critici delle regole di condotta degli intermediari; e ci ha poi accompagnati in un percorso tra i diversi orientamenti giurisprudenziali che ha offerto un efficacissimo quadro di insieme dei molteplici problemi “reali” esistenti.

Vorrei qui richiamare un profilo implicitamente evocato dalla relazione di Mario Cera: quello relativo alla componente psicologica (o meglio comportamentale, *behavioral*) dell'investitore.

### 14.2. Il “sistema” delle regole di condotta in materia di investimenti

Come ha molto ben sottolineato Filippo Annunziata (v. Capitolo 1), l'intero “Sistema” delle regole di condotta in materia di investimenti: (i) risulta fundamentalmente disegnato assumendo a riferimento la figura di un investitore ragionevole; (ii) disciplina il comportamento dei diversi soggetti che operano sul mercato assumendo come dato di fatto la *razionalità* delle loro scelte.

I risultati degli studi di finanza comportamentale, di cui finalmente si sta tenendo conto anche in Italia <sup>(1)</sup>, dimostrano tuttavia come i comportamenti dell'uomo di

---

<sup>(1)</sup> In Italia, gli studi scientifici sull'argomento iniziano a diffondersi. Mi limito qui a ricordare: U. RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006; P. LEGRENZI, *Psicologia e investimenti finanziari*, Milano, 2006; N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 66 (gennaio 2010); AA.Vv., *La finanza*

fronte ad una scelta economica non siano quasi mai razionali, risultando al contrario influenzati da continui errori di ragionamento e di preferenze.

Questi errori sono per così dire indotti dai c.d. *bias* (pre-giudizi, sviluppati sulla base delle informazioni possedute e non necessariamente corroborati da elementi logicamente connessi, che influenzano le scelte sotto il profilo emotivo e della percezione) e dalle c.d. *euristiche* (scorciatoie mentali, che consentono di assumere decisioni di fronte a problemi complessi o ad informazioni incomplete). Si pensi, ad esempio, all'euristica della rappresentatività, per cui si tende ad attribuire caratteristiche simili a prodotti simili, spesso ignorando informazioni che dovrebbero far pensare il contrario; ovvero all'euristica della disponibilità, per cui si tende a stimare la probabilità di un evento sulla base della vividezza e dell'impatto emotivo di un ricordo, piuttosto che sulla probabilità oggettiva dell'accadimento; o, ancora, all'euristica dell'ancoraggio per cui, se si deve dare una stima di probabilità di un evento, la stessa è sistematicamente influenzata da un termine di paragone.

La letteratura ha ormai inventariato i molteplici, possibili *deficit* comportamentali e gli stessi possono ormai considerarsi "codificati": ancoraggio, aggiustamento, effetto dotazione, conto mentale, ipersicurezza, autoattribuzione, rappresentatività, disponibilità, effetto contesto, istinto gregario, ecc., sono ormai veri e propri "prototipi" dell'agire umano in campo economico che non possiamo più ignorare.

Ma nel regolare i fenomeni dell'investimento finanziario *retail* – e quindi nel dettare le discipline (a) degli obblighi di comportamento, (b) dei diversi profili di responsabilità, (c) delle possibili sanzioni – il legislatore non sembra invero aver considerato

---

*comportamentale e le scelte di finanziamento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità*, Atti del Convegno Consob – Luiss, Roma, 4 giugno 2010, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 68 (maggio 2011); U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1/2009, p. 77; nonché i saggi di N. RANGONE; U. MORERA - E. MARCHISIO; M. DE POLI; R. CATERINA; D. ROSSANO; M. NOVARESE; E. CAVEZZALI - G. GARDENAL - U. RIGONI; N. LINCIANO; E.M. CERVELLATI - P. FATTORI - P. PATTITONI; B. ALEMANNI; M. MOTTERLINI - L. CANOVA - G. GIACOMINI; P. SPADA e F. VELLA, tutti pubblicati in *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, a cura di U. Morera e F. Vella, *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1/2012. Su di un piano più generale, cfr AA.VV., *I fondamenti cognitivi del diritto*, a cura di R. Caterina, Milano, 2008; C. BONA - G. RUMIATI, *Psicologia cognitiva per il diritto*, Bologna, 2013. Vale infine ricordare sia il convegno *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, tenutosi in Roma in data 19 aprile 2013 ed organizzato dal Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tre; sia il convegno *Scelte di investimento e regole di tutela. Il ruolo della finanza comportamentale tra economia, psicologia e diritto*, tenutosi in Milano in data 30 novembre 2010 ed organizzato dall'Associazione Disiano Preite e dalla Consob; sia infine il convegno *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità*, tenutosi in Roma in data 4 giugno 2010 ed organizzato dalla Luiss-Guido Carli e dalla Consob.

nella loro giusta dimensione le numerose variabili che caratterizzano le azioni (e le reazioni) dell'uomo di fronte alle informazioni, ai rischi, al denaro, ai guadagni ed alle perdite.

Sembra in definitiva mancato *ab origine*, nell'approccio culturale del legislatore (ad ogni livello: comunitario, nazionale, regolamentare), la piena consapevolezza dell'esistenza di tutte le diverse componenti emotive e di (ir)razionalità dell'investitore.

Quali profili andrebbero utilmente ed opportunamente invece considerati?

### 14.3 Il ruolo dell'informazione

Un primo e generale aspetto del comportamento umano, poco considerato dal nostro Regolatore, è quello relativo alle conseguenze negative derivanti dall'eccesso di informazione.

Mi piace citare, tra i molti, l'esperimento cognitivo che vede contrapposti due gruppi omogenei di persone, ai quali viene mostrata una diapositiva sfocata, rappresentante un oggetto non riconoscibile. Al primo gruppo, la risoluzione dell'immagine è aumentata in una sequenza di dieci passaggi; al secondo gruppo, soltanto in cinque. Posti di fronte alla stessa identica immagine (ad esempio: sesto passaggio per il primo gruppo e terzo passaggio per il secondo gruppo), i membri del gruppo che ha avuto meno passaggi di messa a fuoco riconosceranno prima degli altri l'oggetto rappresentato.

La morale è chiara: più informazioni riceviamo, più il nostro cervello formula ipotesi durante il percorso di selezione e meno "vede" ciò che realmente abbiamo di fronte. È ormai dimostrato, a livello di sperimentazione cognitiva, che una quantità maggiore di informazioni, rispetto ad una minore, non migliora affatto le capacità di diagnosi delle possibili opzioni che devono essere fatte dopo l'acquisizione delle informazioni; tutt'altro. Ed ovviamente questo vale non soltanto per le informazioni relative agli oggetti rappresentati in fotografia, ma anche e soprattutto per le informazioni relative ai nostri possibili investimenti.

In definitiva, per dirla con Nassim Taleb <sup>(2)</sup>, "l'informazione fa male alla conoscenza"! Ma il nostro Regolatore soltanto da poco sembra aver iniziato a prendere coscienza di ciò.

### 14.4. La tipologia di informazioni

Oltre all'aspetto relativo all'eccesso di informazione, vi è poi quello relativo alla tipologia di informazione; alla diversa percezione che l'uomo ha della parola letta, rispetto alla parola ascoltata.

<sup>(2)</sup> N. TALEB, *Il cigno nero*, Milano, 2008.

I modelli di percezione e di apprendimento ormai radicati nelle nostre menti da millenni (ricordo che, nella prospettiva dell'evoluzione antropologica, noi... non abbiamo mai letto) si fondano sul fatto che davanti a noi ci sia una persona, con la sua voce, le sue espressioni, le sue emozioni. È il motivo per cui i nostri bambini apprendono frontalmente davanti a un maestro.

Secondo uno studio effettuato nel 2003, le persone ricordano circa tre volte di più quello che sentono rispetto a quello che leggono. Per la psicologia cognitiva, il vecchio brocardo *scripta manent, verba volant* (di chiara matrice giuridico-formale) dovrebbe in verità invertirsi, dovendosi recitare più correttamente come *verba manent, scripta volant*. In un'indagine pubblicata dal quotidiano *La Repubblica* il 7 novembre 2012, è emerso che l'80 per cento delle persone che effettuano investimenti finanziari si fida completamente del suo interlocutore, non reputando necessario leggere la documentazione contrattuale; così come il 60 per cento ha il coraggio di ammettere di non aver mai letto nulla di relativo al rapporto di investimento che ha effettuato.

Questo fa sì, nella prospettiva della traduzione di questi concetti sul piano regolatorio, che il legislatore, nel disciplinare il momento della scelta dell'investimento, dovrebbe considerare – non so ancor bene come e quanto, ma comunque di certo non ignorare – le caratteristiche personali (età, sesso, cultura, esperienza) della persona, normalmente un dipendente dell'intermediario, che “parla” con l'investitore.

Non-sembra tuttavia che venga data particolare rilevanza a questo profilo. Il legislatore ha diviso in classi gli investitori: controparti qualificate, clienti professionali, clienti al dettaglio, riconoscendo poi loro crescenti livelli di tutela; ma non ha fatto altrettanto con le persone che lavorano all'interno delle strutture dell'intermediario, non ha preteso effettivi e diversificati livelli di esperienza, di età, di linguaggio e di equilibrio.

Se l'intermediario incarica un rampante ventisettenne (magari aduso all'utilizzo di frequenti termini finanziari in lingua inglese) di illustrare un prodotto finanziario ad un cliente settantenne, l'incontro generazionale non potrà mai funzionare; laddove invero, alla prova dei fatti, soltanto una persona adulta sarà in grado di parlare al cliente settantenne, spiegandogli le cose in modo che costui le capisca effettivamente.

Le persone che indirizzano, consigliano e negoziano le scelte di investimento non ricevono un'attenzione, da parte del legislatore, che miri a richiedere loro livelli di esperienza e di “compatibilità” crescenti al crescere del grado di tutela che si vuole riconoscere all'investitore. Oggi, di fatto, chiunque può informare l'investitore; e questo, nella ridetta logica del preminente apprendimento “vocale”, appare un grave *deficit* della regolamentazione in materia.

### 14.5. I guadagni e le perdite

Un altro dato da tenere sicuramente in debito conto, per un'equilibrata regolamentazione di questa materia, è costituito dalla diversa percezione che l'investitore ha dei guadagni rispetto alle perdite. È stato infatti accertato, nell'ambito di esperimenti ormai collaudati di risonanza magnetica funzionale, che zone completamente differenti del nostro cervello si attivano immediatamente di fronte ai guadagni e di fronte alle perdite, provocando emozioni (gioia in caso di guadagno; dolore in caso di perdita). In particolare, è stato accertato che l'intensità dell'emozione (ed il suo "fissaggio" nella memoria) in caso di perdita è di circa due volte e mezzo superiore a quella provocata dal guadagno. Come a dire: quando perdo 100 soffro 2,5; quando vinco 100 gioisco 1. Dal che deriva che se una persona investe 100 euro e poi li perde, per sentirsi (emotivamente) in pareggio non dovrà recuperarne 100 (come logica razionale imporrebbe), bensì 250.

Con l'aggravante che è stato poi appurato che le persone, in genere, tendono ad assumersi rischi maggiori qualora si tratti di recuperare una perdita subita; il che, almeno in una prospettiva di ottimale tutela dell'investitore, dovrebbe indurre il Regolatore a considerare in modo assai differente l'investitore di fronte ad una determinata prospettiva di rischio a seconda che costui provenga da una precedente perdita, ovvero da una vincita o da una situazione neutra.

La c.d. "propensione al rischio" – rilevante sul piano della disciplina (anche vigente) – di chi proviene da una perdita è quindi di gran lunga maggiore rispetto a quella di chi proviene da un guadagno...; ma le attuali schede sul profilo di rischio non sembrano considerare le due diverse ipotesi.

### 14.6. La percezione del vantaggio rispetto alla quantità

Un ulteriore profilo che dovrebbe rilevare per i regolatori è quello del differente valore che le persone tendono a dare ai soldi in relazione alla loro oggettiva quantità.

È noto l'esempio per cui se un prodotto immediatamente acquisibile (ad esempio una bottiglia di buon vino), in un negozio costa 20 euro e lo vendono a 300 metri di distanza a 10 euro, la comune tendenza è cambiare negozio e comprare la stessa bottiglia a 10 euro invece che a 20. Se però un prodotto (ad esempio un impianto *hi-fi*) viene venduto in un negozio a 2.900 euro e lo vendono, a poca distanza, a 2.888 euro, con un risparmio quindi di 12 euro, la comune tendenza è quella di non spostarsi affatto; anche se il risparmio reale, rispetto al primo esempio, è addirittura maggiore. Detto comportamento umano è totalmente irrazionale: perché mai si percorrono trecento metri per risparmiare 10 euro e non si percorrono gli stessi trecento metri per risparmiarne 12? Perché la percezione del vantaggio è assolutamente diversa in relazione alla quantità; il che ben dimostra come il potenziale risparmio non venga

avvertito e percepito in termini assoluti, come sarebbe logico e razionale, bensì in termini relativi, percentuali, rispetto alla spesa.

E tali considerazioni dovrebbero forse indurre a ritenere, in un'ottica di disciplina ottimale, che ad investimenti quantitativamente diversi debbano corrispondere prospettive di tutela tra loro differenti.

#### 14.7. La "deresponsabilizzazione" dell'investitore

Ma se tutti gli errori e le distorsioni cognitive che ho sommariamente descritto risultano incompatibili con il paradigma classico della razionalità delle scelte economiche, gli stessi sono pur tuttavia tipici ed assolutamente prevedibili, in quanto conseguenti a precisi fattori biologici e cognitivi dell'essere umano (Daniel Kahnemann ha parlato addirittura di una possibile e precisa "mappatura delle irrazionalità").

Nella coscienza di questa prevedibilità delle distorsioni irrazionali, si sta comunque pian piano radicando, anche presso i regolatori (Consob e Banca d'Italia su tutti), il convincimento che sia necessario iniziare a predisporre meccanismi e tecniche di identificazione e limitazione o correzione degli errori cognitivi e comportamentali. E questo è senza dubbio un bene. Ma occorre comunque fare attenzione.

Sono stato forse tra i primi, qualche anno fa, ad evidenziare con forza la necessità di un dialogo tra giuristi, economisti e psicologi e, soprattutto, di una sensibilizzazione dei regolatori in merito ai risultati cui sono pervenuti gli studi di finanza comportamentale. Ma con altrettanta forza sottolineo oggi come qualsiasi intervento di tutela in sede di regolazione 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 e disinvestimento.

Voglio dire, in altre parole, che gli sforzi della regolazione debbono sì spingersi quanto più avanti possibile nel fornire assistenza agli investitori nell'assunzione delle proprie scelte economiche e nel fornire loro un'efficace tutela quando tali scelte risultino manipolate da terzi; ma ciò non può finire col comportare una totale "deresponsabilizzazione" dell'investitore in relazione alle conseguenze delle sue scelte, magari attraverso l'utilizzo di indiscriminate regole di indennizzo o di responsabilità oggettiva. Una regolazione così strutturata, oltre a minare il corretto funzionamento del mercato, finirebbe per aggravare i profili di ipersicurezza dei soggetti, paradossalmente determinando ancor più l'emersione di loro errori di ragionamento o di preferenza.

La soluzione ottimale va a mio avviso individuata nell'ambito delle tecniche legislative proprie del c.d. "paternalismo libertario", ormai note come "spinte gentili"

(*nudge*)<sup>(3)</sup>; le quali virtuosamente “inducono” alla scelta meno rischiosa, senza al contempo comprimere la libertà del soggetto di scegliere.

Non sarei invece favorevole ad interventi regolatori di “paternalismo non libertario”, come ad esempio il divieto di (vendere o acquistare) determinati prodotti. Interventi siffatti finirebbero per danneggiare in principio quei soggetti capaci di evitare errori cognitivi e, soprattutto, presupporrebbero che il Regolatore non incorra, esso stesso, in errori cognitivi e di preferenza (sui soggetti e sui prodotti); il che non è, posto che risulta ormai dimostrato come assai spesso il Regolatore agisca anch'esso con marcati caratteri di irrazionalità. Insomma, come ha ben detto Francesco Vella<sup>(4)</sup>, alla strategia dello “spintone”, va senz'altro preferita la strategia della “spintarella”.

#### 14.8 Il concorso di colpa civilistico dell'investitore *ex art. 1227 c.c.*

Vorrei concludere, sempre in questa prospettiva, riprendendo uno dei profili evidenziati da Mario Cera nel suo puntuale *excursus* giurisprudenziale. Mi riferisco alla rilevanza che la giurisprudenza riconosce (*rectius*: stenta a riconoscere) al concorso di colpa civilistico dell'investitore *ex art. 1227 c.c.* Il profilo è molto delicato e suggerisce una prospettiva relevantissima per il giurista.

Se infatti può dirsi ormai acquisito che la *componente irrazionale* costituisce un fondamentale elemento dell'agire dell'investitore, va necessariamente stabilito in che modo detta componente si riflette sulle valutazioni che il giudice deve compiere nel verificare la sussistenza o meno del concorso di colpa. Detto elemento (l'irrazionalità) costituisce prova/conferma che il concorso di colpa vi è stato; ovvero, al contrario, è detto elemento – essendo per così dire “connaturato” all'agire dell'investitore – che finisce per rappresentare una sorta di esimente del concorso in questione?

Probabilmente, la soluzione è nel riconoscere in capo all'intermediario la possibilità di giovare dell'esenzione/diminuzione del risarcimento soltanto qualora l'intermediario stesso abbia adempiuto a tutti gli obblighi su di lui incombenti per la tutela dell'investitore. Non rinunciando ad indagare, almeno in prospettiva futura, se possa considerarsi sufficiente il rispetto *formale* della disciplina a tutela dell'investitore, ovvero se sia invece necessario che l'intermediario ponga in concreto in essere tutto quanto necessario al fine di evitare il danno in capo all'investitore (come mi sembrerebbe nelle ipotesi in cui abbia diretta percezione di comportamenti irrazionali; ad esempio nell'ambito della compilazione del profilo di rischio).

<sup>(3)</sup> Su queste tematiche, fondamentale, ed ormai classico, è il saggio di R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *La spinta gentile*, Milano, 2008.

<sup>(4)</sup> F. VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 222.

## 14.9. Conclusioni

I problemi aperti sono davvero tanti e non possono essere trattati tutti in questa sede. Posso comunque perlomeno velocemente "inventariarli" in ordine sparso, al fine di fissare alcuni profili da approfondire in futuro.

Innanzitutto, occorre considerare le componenti di irrazionalità presenti nell'agire dei consulenti finanziari, i quali rappresentano spesso i veri e propri anelli di congiunzione tra l'investitore ed il rischio che lo stesso può correre <sup>(5)</sup>; così come anche appare necessario analizzare, valutare e limitare, quanto più possibile, l'irrazionalità dei giudici (e dei consulenti tecnici) nell'istruire e nel decidere le diverse fattispecie litigiose in materia di investimenti <sup>(6)</sup>.

In secondo luogo, appare necessario ritagliare e "modulare" il più appropriatamente possibile l'educazione finanziaria sulla variegata platea degli investitori, senza cedere alla pericolosa tentazione di proporre regole "buone per tutti" <sup>(7)</sup>; così come del pari è necessario contrastare il più efficacemente possibile le tecniche manipolative che, sempre più, condizionano i comportamenti degli investitori.

Infine, occorre a mio avviso ripensare completamente il fattore tempo delle scelte finanziarie; poiché è ormai provato che il tempo breve aziona meccanismi mentali di scarsa analiticità del ragionamento e delle valutazioni (ben note, del resto, le tecniche di marketing intese a comprimere i tempi di acquisto o di scadenza di uno sconto); così come appare necessario ripensare completamente i linguaggi, che se oggi forse "informano", di certo non "spiegano".

Nell'affrontare queste complesse tematiche, il Regolatore (primario e secondario) potrebbe utilmente giovare degli insegnamenti della finanza comportamentale; ma nel far questo non deve aver paura. Parafrasando Lars Svendsen <sup>(8)</sup>, per una valutazione completa del rischio, non bisogna guardare soltanto ai possibili effetti dannosi insiti in una nuova regola: bisogna guardare anche ai possibili effetti negativi derivanti dal non introdurla.

---

<sup>(5)</sup> In argomento, N. LANCIANO, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 135.

<sup>(6)</sup> Sul delicato tema, C. BONA, *Sentenze imperfette. Gli errori cognitivi nei giudizi civili*, Bologna, 2010.

<sup>(7)</sup> In argomento U. MORERA, *Nuove prospettive per l'educazione finanziaria*, in *Foro.it*, V, p. 125.

<sup>(8)</sup> L. SVENDSEN, *Filosofia della paura*, Roma, 2010.