



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Tra razionalità e distorsioni cognitive: L' home bias puzzle

Relatore

Ch. Prof.ssa Noemi Pace

Laureanda

Federica Falcomer

Matricola 816208

Anno Accademico

2012 / 2013

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 4
CAPITOLO I.	
Dalla finanza tradizionale alla finanza comportamentale	pag. 7
1. Il modello tradizionale	7
1.1. L'ipotesi dei mercati efficienti	8
1.2. La teoria dell'utilità attesa	11
2. Le critiche alla finanza tradizionale	12
3. La finanza comportamentale	15
3.1. Principi teorici	16
3.1.1. Rappresentatività	18
3.1.2. Disponibilità	20
3.1.3. Ancoraggio	22
3.1.4. Overconfidence e Underconfidence	24
3.1.5. Conservatorismo	28
3.1.6. Loss aversion	28
3.1.7. Underreaction e Overreaction	29
3.1.8. Avversione per l'ambiguità	30
3.1.9. Altre euristiche	31
3.2. Prospect Theory	33
3.3. Cumulative prospect theory	36
CAPITOLO II.	
L'home bias puzzle	pag. 39
1. Equity home bias	39
1.1. Home bias e profilo dell'investitore	41
1.2. Home bias e teoria comportamentale del portafoglio	42
2. Fattori che causano l'home bias	46
2.1. Copertura dai rischi nazionali	47

2.2. Costi di acquisizione delle informazioni	49
2.3. Asimmetrie informative	50
2.4. Corporate Governance	53
2.5. Cause behavioral-based	54
3. Fattori che frenano l’home bias	56
 CAPITOLO III.	
Misurazione dell’home bias	pag. 59
1. Metodi di misurazione	59
1.1. Frictionless economy benchmark	59
1.2. Integreted economy benchmark	60
2. Home bias nei paesi OCSE	61
2.1. I dati	62
2.2. Home bias in equity	63
2.3. Osservazioni conclusive	67
 CAPITOLO IV.	
Analisi empirica dei fattori determinanti l’home bias nell’individuo	pag. 68
1. L’home bias nell’individuo	68
2. Il questionario	70
2.1. Il campione analizzato e la metodologia	71
3. I risultati	71
3.1. Il livello di home bias	74
3.2. Le correlazioni	76
4. Osservazioni conclusive	78
 CONCLUSIONE	 pag. 79
 APPENDICE A	 81
 APPENDICE B	 83
 BIBLIOGRAFIA	 pag. 90

INDICE FIGURE E TABELLE

Tabella 1.1 Riassunto dei principali comportamenti distorsivi	pag. 32
Figura 1.1 Funzione di valore utilizzata nella teoria del prospetto	36
Tabella 1.2 Scelte in condizioni di incertezza	37
Tabella 1.3 Confronto tra teoria tradizionale e teoria comportamentale	38
Figura 2.1 Schematizzazione della forma piramidale caratteristica del portafoglio comportamentale	44
Tabella 2.1 Relazione tra inflazione e rendimenti azionari	49
Tabella 2.2 Cause e problemi all'origine dell'home bias	58
Tabella 3.1 Livelli home bias per il mercato finanziario calcolati secondo i due diversi indicatori	63
Figura 3.1 Livelli home bias per il mercato finanziario (2003)	64
Tabella 3.2 Livelli home bias per il mercato finanziario	66
Figura 4.1 Frequenza di consultazione delle fonti di informazione finanziaria	72
Figura 4.2 Rappresentazione grafica del livello di propensione all'assunzione dei diversi comportamenti discorsivi	73
Figura 4.3 Rappresentazione grafica dei risultati del quesito 9, sezione A del questionario	75
Figura 4.4 Livelli di home bias	76

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, alcune ricerche sulla propensione ad investire e sulla composizione del portafoglio titoli hanno evidenziato che gli individui nella realtà mostrano un comportamento ben diverso dall'assunto di assoluta razionalità e prevedibilità. Si è riproposto così il problema relativo all'effettivo comportamento assunto dagli investitori nell'effettuare le proprie scelte di investimento. Questo problema era già stato sollevato negli anni '70 da alcuni studiosi di psicologia quali Kahneman e Tversky secondo cui nelle scelte finanziarie gli individui non sono guidati da principi economici razionali, bensì dal contesto, dalle credenze, dalla storia personale, dal formato di presentazione delle informazioni e dall'incompletezza informativa.

Come noto, la teoria della finanza classica, relativamente alle scelte di portafoglio e alla formazione dei prezzi sui mercati finanziari, ipotizza che gli investitori siano perfettamente razionali e agiscano utilizzando set informativi completi e omogenei. È inoltre noto, che sono proprio gli assunti della finanza classica ad essere stati per lungo tempo impiegati per trarre implicazioni sul piano non solo normativo, ossia al fine di definire i comportamenti ottimali, ma anche descrittivo, ossia per rappresentare i comportamenti effettivi.

Tuttavia, proprio a causa dell'effettiva incapacità di rappresentare i reali comportamenti, si è sviluppato un approccio alternativo: la finanza comportamentale. Questa, allentando alcune ipotesi della finanza classica, sembra in grado di fornire risposte migliori al reale andamento dei mercati finanziari.

Nonostante ciò la finanza comportamentale non vuole essere presentata in conflitto con la teoria della finanza classica, quanto piuttosto mirare a chiarirne i limiti descrittivi.

In questo elaborato, partendo dagli assunti di finanza comportamentale, ci siamo proposti di indagare sul fenomeno dell'*home bias*. Con questo termine si indica la tendenza degli investitori a concentrare i propri investimenti in ambito domestico, mancando di cogliere le opportunità offerte dalla diversificazione internazionale (French e Poterba, 1991). L'importanza del fenomeno deriva dal fatto che secondo alcuni autori è una delle principali cause della frammentazione dei mercati internazionali che ha come punto di partenza l'individuo e le sue scelte.

Posto che, ogni decisione di investimento è proiettata sul futuro e si basa sulle previsioni di eventi aleatori, è noto che stabilire gli eventi possibili e le relative probabilità diventa spesso

un'operazione problematica ed è per questo che gli individui affrontano il compito ricorrendo ad euristiche, cioè regole e condotte operative che vengono usate per risolvere in modo semplice i problemi complessi (Rumiati, 1990).

L'esistenza di tali distorsioni mostra che la nostra mente ha bisogno di ricorrere all'utilizzo di filtri cognitivi, come le euristiche per semplificare e selezionare le informazioni a causa dei limiti biologici che le impediscono di elaborare perfettamente troppe informazioni.

Alcune euristiche ricorrono nel comportamento della maggior parte degli individui quando devono affrontare determinati problemi e possono contribuire a spiegare perché le valutazioni e le scelte più consuete divergono da quanto previsto dalle teorie fondate su ipotesi di comportamento razionale e ottimizzante: si parla a tal proposito di pregiudizi o *bias*.

Lo scopo principale dell'elaborato è dunque quello di effettuare un'analisi trasversale del fenomeno dell'*home bias* andando prima ad analizzare quale sia la sua dimensione a livello internazionale, in particolare nei paesi appartenenti all'Ocse, analizzandone l'andamento relativo al periodo 2000 – 2010, per poi, nell'ultimo capitolo, andare ad analizzare quale sia la propensione e la tendenza da parte dei singoli soggetti a manifestare tale distorsione. In particolare, l'obiettivo è quello di delineare i fattori a cui può essere ricollegato, verificando anche se tali motivazioni sono in parte aderenti a quanto già verificato da altri autori con diversi studi, su campioni diversi.

L'elaborato è strutturato in quattro capitoli: i primi due si propongono di dare una base teorica del fenomeno considerato, in particolare, il punto di partenza è la crisi del modello tradizionale della finanza in quanto da qui si sviluppa la teoria della finanza comportamentale della quale si cerca di fornire una visione unitaria e organizzata riportandone i contributi più rilevanti. Essa diventa così utile per interpretare ed analizzare il fenomeno preso ad oggetto di studio del presente tema: l'*home bias*.

I due capitoli successivi riportano invece le evidenze empiriche articolate su due dimensioni. Nello specifico, nel terzo capitolo viene presentata un'analisi macroeconomica del fenomeno, mentre oggetto del quarto capitolo è l'elaborazione di una serie di dati raccolti mediante la somministrazione di un questionario ad un campione di studenti. Attraverso questo esperimento si è proceduto a determinare: il livello di propensione all'*home bias*, il livello di conoscenze finanziarie, il livello di alcuni comportamenti distorsivi osservati maggiormente nella letteratura della finanza comportamentale e alcuni caratteri socio-economici. L'obiettivo finale è stato mirato alla comprensione di quali fattori incidano maggiormente nella

propensione a manifestare il fenomeno studiato, riscontrando che non sono tanto le conoscenze finanziarie a determinare la propensione all'*home bias*, quanto le componenti emotive e meno razionali ad avere maggiore incidenza.

CAPITOLO I

DALLA FINANZA TRADIZIONALE ALLA FINANZA COMPORTAMENTALE

La crisi del modello tradizionale nella teoria della finanza è il punto di partenza per la stesura dell'elaborato, in quanto da qui nasce a livello concettuale e cronologico la finanza comportamentale. Questo nuovo approccio include nei propri modelli una prospettiva psicologica, in particolare segna l'incontro della finanza con le scienze cognitive e di *decision-making*, mostrando come fattori emotivi possono influenzare le scelte di investimento degli individui. Infatti, da diversi studi emerge che gli individui non sembrano comportarsi in modo perfettamente razionale, violando la teoria dell'utilità attesa e agendo sulla base di componenti emotive ed istintive.

La finanza comportamentale perciò tenta di spiegare errori di ragionamento e di preferenza, attingendo all'apparato teorico e all'evidenza sperimentale cognitiva, ossia dello studio dei processi di elaborazione delle informazioni.

Questo capitolo diventa punto di partenza per il successivo studio del fenomeno dell'*home bias*. Per tale motivo inizialmente viene presentato un quadro generale del modello tradizionale che raggiunge l'apice del suo successo negli ambiti accademici attorno agli anni Settanta grazie ai contributi di Eugene Fama, Harry Markowitz e James Tobin.

Si procede poi ad evidenziare le ipotesi dei mercati efficienti e della teoria dell'utilità per poi presentare le principali argomentazioni contro la loro validità.

Infine si introduce il filone della finanza comportamentale esponendone i principi teorici e le anomalie empiriche che hanno condotto alla sua nascita.

1. Il modello tradizionale

La teoria della finanza ha una vita piuttosto breve. I primi contributi fondamentali che costituiscono la finanza moderna si hanno solo nella seconda metà del XX secolo e trova i suoi pilastri nei teoremi di Modigliani e Miller, nelle teorie delle scelte di portafoglio di Markowitz, nel *capital asset pricing model* di Sharpe, Black e Lintner nonché nell'*option-pricing theory* di Black, Scholes e Merton.

I teoremi di Modigliani e Miller dimostrano che, sotto determinate assunzioni, la struttura finanziaria aziendale non ha effetti sul valore dell'impresa o sulla disponibilità di capitale.

La teoria delle scelte di portafoglio di Markowitz delinea il modello di scelta di un operatore razionale e asserisce che i parametri rilevanti per l'agente sono il rischio associato all'investimento e il rendimento atteso.

Il *capital asset pricing model* fu elaborato agli inizi degli anni Sessanta ed è considerato ancora oggi il principale metodo di determinazione del prezzo delle attività finanziarie.

L'*option-pricing theory* di Black, Scholes e Merton è un modello di valutazione del prezzo delle opzioni elaborato nel 1973.

Altri punti fondamentali della finanza moderna sono: l'*arbitrage pricing theory*, l'ipotesi di aspettative razionali, la teoria dell'utilità attesa e l'ipotesi dei mercati efficienti.

L'*arbitrage pricing theory* è un importante modello di determinazione del prezzo dei titoli considerato una valida alternativa al *capital asset pricing model* (CAPM). Questo approccio abbandona la logica rendimento-rischio basandosi sul concetto di arbitraggio, definito come azione di compra-vendita di un'attività finanziaria effettuata in mercati differenti sfruttando le differenze dei prezzi senza rischio e a costi nulli (Barberis e Thaler, 2001).

L'ipotesi di aspettative razionali afferma che, nella formulazione di aspettative su valori futuri, gli agenti si servono di tutte le informazioni di cui possono disporre (Savona, 2002).

La teoria dell'utilità attesa, formulata da Von Neumann e Morgenstern (1944), è stata il modello principale alla base del comportamento economico. Secondo i suoi autori è possibile calcolare l'utilità attesa di ogni alternativa che l'operatore ha a disposizione, moltiplicando la probabilità del suo verificarsi per l'utilità ad essa associata.

L'ipotesi dei mercati efficienti, che costituisce il punto di partenza della teoria classica, afferma che un mercato è efficiente quando i prezzi riflettono, in ogni istante, tutte le informazioni disponibili e sostiene che i mercati finanziari del mondo reale godono di questa proprietà. Quest'ultima è l'ipotesi principale alla base della finanza tradizionale ed è la stessa su cui si fondano le critiche dei fautori della finanza comportamentale.

1.1. L'ipotesi dei mercati efficienti

Il corollario fondamentale della finanza tradizionale è dunque l'*Efficient Market Hypothesis* (EMH), essa afferma, come già detto, che un mercato finanziario efficiente è un mercato in

cui tutti i titoli contengono tutte le informazioni. In altri termini, i prezzi attuali dei titoli corrispondono al loro valore fondamentale, cioè la somma attualizzata dei *cash-flow* futuri attesi (Barberis e Tahler, 2001).

L'EMH è stata formulata presso l'Università di Chicago intorno al 1960, ed è stata l'ipotesi centrale della finanza per circa 30 anni. Nel 1970 appare sul "*Journal of Finance*" il noto articolo di E. Fama, "*Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*", in cui appare la prima dettagliata formalizzazione della teoria del mercato efficiente.

L'ipotesi di efficienza dei mercati si fonda su tre assunti essenziali:

- I. si ipotizza che gli individui siano razionali e valutino razionalmente le proprie scelte di investimento e di allocazione dei titoli in portafoglio;
- II. qualora vi siano alcuni soggetti che operano in modo irrazionale, le loro strategie seguirebbero un percorso del tutto casuale (*random walk*), finendo così per compensarsi a vicenda, senza provocare alcun effetto sui prezzi;
- III. infine, se il comportamento irrazionale degli investitori non dovesse avere un andamento casuale, ma seguire un'unica direzione, interverrebbero gli arbitraggisti per riportare i prezzi verso livelli coerenti con i valori fondamentali.

Ciò implica che nessun investitore può sperare di "battere" il mercato sulla base di informazioni disponibili a tutti gli investitori, ovvero nessuno sarebbe in grado di realizzare rendimenti medi attesi superiori a quelli di equilibrio. Infatti, in un mercato attivo al cui interno operano investitori razionali e ben informati, gli strumenti finanziari vengono valutati correttamente in base ai loro fondamentali attraverso l'attualizzazione dei dividendi futuri attesi e con l'utilizzo di un congruo tasso di sconto corretto per il rischio. Secondo l'*Efficient Market Hypothesis* ogni nuova informazione che indichi una variazione nel valore fondamentale del titolo si traduce istantaneamente, se la notizia è buona, in un aumento del prezzo, al contrario in una sua diminuzione, se la notizia è cattiva.

Ad esempio, se un investitore riceve comunicazioni sui profitti di un'azienda, aspettandosi di conseguenza un incremento dei dividendi attesi, egli aumenterà il prezzo a cui è disposto ad offrire il suo titolo, qualora si trovi nella posizione di venditore; mentre, nel caso si tratti di un acquirente, egli sarà costretto a pagare un prezzo più elevato per impossessarsi dell'azione. Se invece le variazioni nella domanda e nell'offerta di un titolo derivano soltanto da personali

previsioni future, positive o negative, senza che vi sia stata l'effettiva diffusione di una tale informazione, allora il prezzo dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato.

Fama (1970) precisa inoltre che si possono distinguere tre insiemi di informazione a cui far corrispondere tre diverse ipotesi di efficienza dei mercati: debole, semi-forte e forte.

L'efficienza in forma debole si ha quando non è possibile ottenere rendimenti attesi superiori al corrispettivo rischio basandosi sulla conoscenza del prezzo e dei profitti di periodi precedenti. I prezzi di mercato rispecchiano completamente tutte le informazioni disponibili sulle quotazioni passate e le quantità scambiate. Di conseguenza, pur avvalendosi dell'analisi tecnica, è impossibile prevedere l'andamento futuro di un titolo.

L'efficienza in forma semi-forte si ha quando i prezzi di mercato non dipendono soltanto dalle quotazioni passate dei titoli, ma anche da altre informazioni pubbliche, come gli utili conseguiti, i dividendi distribuiti e i futuri programmi di investimento. Perciò, nel momento stesso in cui tali notizie vengono pubblicate, nessun investitore può trarne beneficio in termini di extraprofitto, poiché l'aggiustamento dei prezzi è immediato.

L'efficienza in forma forte si ha quando, nonostante possano esserci operatori in grado di ottenere extraprofitto grazie ad informazioni privilegiate non ancora pubblicate, il mercato riesce comunque a vanificare questo loro tentativo, incorporando nei prezzi dei titoli anche quelle notizie. Quindi il cosiddetto *insider trading* non può durare a lungo, poiché il comportamento di tali investitori si trasmetterebbe in tempi relativamente brevi anche agli altri con l'effetto di far convergere rapidamente i prezzi verso i valori di equilibrio.

Si può quindi dedurre che per l'investitore sarebbe meglio tenere passivamente il portafoglio di mercato, e dimenticarsi della gestione attiva dei titoli. Infatti l'investitore, non potrebbe sperare di "battere il mercato" (ovvero ottenere un rendimento medio atteso superiore a quello di equilibrio) e, tutte le risorse che egli impiega per analizzare, scegliere e scambiare titoli, sarebbero sprecate; ovvero se l'EMH vale, il mercato dice cosa fare per ottenere il meglio. Se invece, dovessimo ipotizzare la presenza di investitori irrazionali, ciò non modificherebbe l'idea che i mercati siano efficienti, poiché si sostiene che gli scambi degli investitori irrazionali essendo casuali, abbiano l'effetto di cancellarsi a vicenda senza avere effetti sui prezzi.

Nell'ipotesi in cui le strategie d'investimento siano correlate tra loro, la situazione non cambia. Infatti, ad esempio, quando un titolo scende sotto il suo valore fondamentale a causa dell'azione di un investitore irrazionale, un arbitraggista agisce comprando il titolo su quel

mercato e lo rivende immediatamente su un altro mercato. In questo modo, l'operazione dell'arbitraggista fa alzare il prezzo del titolo sottostimato e lo riporta al livello del suo valore fondamentale. L'azione degli arbitraggisti mantiene i prezzi prossimi ai valori fondamentali e quindi permette la conservazione dell'efficienza dei mercati.

Alla fine degli anni Settanta l'ipotesi dei mercati efficienti appare valida sia teoricamente sia empiricamente: essa sembra proprio essere il grande trionfo dell'economia del XX secolo.

1.2. La teoria dell'utilità attesa

La teoria dell'utilità attesa sviluppata da Von Neumann e Morgenstern (1947) rappresenta il modello teorico di riferimento all'interno della teoria classica. Questa prospettiva vede l'uomo come essere razionale e prevedibile nel suo agire, ed è stata largamente accettata ed applicata come modello del comportamento economico per trent'anni, fino all'emergere di una nuova teoria maggiormente vicina alla realtà economica: la *prospect theory*, proposta negli anni '70 da Tversky e Kahneman. Secondo la teoria dell'utilità attesa, gli individui generalmente si muovono nella realtà seguendo dei modelli comportamentali predeterminati, alla base dei quali vi è l'assunto secondo cui l'utilità marginale della ricchezza è sempre positiva. La teoria dell'utilità attesa prevede che gli individui che compiono scelte d'investimento tra diverse alternative caratterizzate da esiti incerti, di cui sono però note le probabilità di accadimento, siano in grado di associare un valore monetario ad ogni alternativa e, dato che le persone preferiscono avere una ricchezza maggiore che una minore, facciano sempre la scelta più razionale. Si suppone quindi che gli agenti del mercato abbiano un sistema coerente di preferenze e siano perfettamente informati.

In particolare descrive e studia le preferenze individuali sottostanti il comportamento del consumatore in condizioni di rischio, cioè quando l'individuo è chiamato a prendere una decisione senza conoscere con certezza quale stato del mondo si verificherà, ma conosce la lista dei possibili eventi, a ciascuno dei quali associa una probabilità di realizzazione. È dunque ragionevole assumere che gli individui scelgano tra varie combinazioni rischiose sulla base dei rispettivi valori di utilità attesa, essi sceglieranno sempre la combinazione alla quale è associata l'utilità attesa più elevata, cioè alternative con guadagni elevati o perdite basse. La funzione di utilità può essere usata per associare a ciascuna scelta una corrispondente misura di utilità; prevede due proprietà:

- la funzione rispetta l'ordine di preferenza;
- l'utilità può essere usata per ordinare alternative rischiose e viene espressa in funzione dei risultati possibili e delle probabilità che tali risultati si manifestino.

Può inoltre assumere diverse forme: concava, quando descrive le preferenze di un individuo avverso al rischio; convessa, quando descrive le preferenze di un individuo propenso al rischio; lineare, se descrive le preferenze di un individuo neutrale al rischio.

Con questa teoria è stato introdotto il concetto di “premio per il rischio”, inteso come pagamento massimo che l'individuo è disposto a pagare per eliminare il rischio ed ottenere con certezza il guadagno atteso della scelta.

Per molto tempo è stata apprezzata in quanto ha reso possibile la modellizzazione matematica del processo decisionale.

Tuttavia è facile comprendere come racchiuda un forte limite dato dal trascurare alcune variabili proprie del processo decisionale come, ad esempio, la complessità del compito, la valutazione effettiva delle alternative di scelta e i limiti delle risorse cognitive dell'individuo.

2. Le critiche alla finanza tradizionale

Micheal Jensen (1978) affermava che “non c'è altra proposizione in economia che abbia un'evidenza empirica più solida dell'ipotesi dei mercati efficienti”. Agli inizi degli anni Settanta la teoria economica classica raggiungeva l'apice della sua fama e il mondo accademico riteneva di aver raggiunto la totale comprensione del mondo finanziario.

Le prime critiche alla EMH risalgono alla fine degli anni Settanta, quando iniziarono ad essere pubblicati i primi lavori empirici che mettono in dubbio la validità delle leggi della finanza moderna. Questi elaborati evidenziano l'esistenza di eventi che non possono essere spiegati dal CAPM o sono incoerenti con l'ipotesi dei mercati efficienti.

La maggior parte delle controversie riguardanti le ipotesi di inefficienza dei mercati sono collegate ad una serie di anomalie riscontrate con una certa frequenza nel corso dei decenni passati, e di cui la letteratura finanziaria fornisce numerose documentazioni. Inizialmente molti di questi lavori innovativi vennero criticati. Ma l'evidenza delle anomalie esistenti continuò a persistere conducendo alla nascita di un nuovo filone di ricerca, la finanza comportamentale.

I primi a determinare un comportamento anomalo dei rendimenti del mercato in alcuni periodi dell'anno furono Rozeff e Kinney (1976), i quali evidenziarono un rendimento medio più alto nel mese di gennaio, rispetto agli altri sei mesi. Nel loro esperimento vennero utilizzate le azioni del New York Stock Exchange (NYSE) nel periodo 1904-1974, ed il risultato fu che: il rendimento medio del mese di gennaio era pari al 3,48%, notevolmente più alto dello 0,42% relativo al rendimento medio degli altri mesi. Questo fenomeno, riscontrato anche negli anni successivi ed in mercati azionari di altri paesi, è conosciuto come “effetto gennaio”.

Tra le anomalie di calendario la più marcata è “l'effetto cambio del mese”, riscontrata da molti studi in mercati diversi. Ariel nel 1987 riscontrò un forte aumento della variabilità dei prezzi nell'ultimo giorno del mese. Nel 1988 Lakonishok e Smidt rilevano per la prima volta un forte aumento della redditività dei titoli azionari nell'ultimo giorno lavorativo del mese e nei primi tre giorni del mese successivo.

Barone (1990) rileva che il mercato italiano esibisce un andamento ben differenziato nella prima e nella seconda parte del mese solare, infatti i prezzi delle azioni diminuiscono nella prima parte del mese solare per poi aumentare nella seconda parte, in concomitanza con il chiudersi e l'aprirsi di due cicli borsistici. Particolarmente evidente è l'aumento delle quotazioni a fine mese: le variazioni osservate il 30 e il 31 sono pari in media, rispettivamente, allo 0,49% e allo 0,37% e risultano significativamente diverse da zero ad un livello di confidenza inferiore all'1%. Tra le possibili spiegazioni di questo fenomeno ci sono, da una parte il fatto che il pagamento dei salari a fine mese può influenzare la domanda di titoli, dall'altra l'uso da parte degli investitori istituzionali di concentrare gli acquisti a fine mese, in corrispondenza delle rilevazioni della stampa specializzata.

Altra anomalia di calendario è quella legata alle variazioni dei prezzi nei giorni che precedono i festivi. Uno studio di Jacobs e Levi (1988), descrive un fenomeno che indicano come “effetto vacanza”, documentando che il 35% della crescita dei corsi delle azioni tra il 1963 ed il 1982 si è verificato negli otto giorni prefestivi di ogni anno. Sembra infatti che oltre ad una maggiore variabilità dei prezzi ci sia una maggiore tendenza verso il rialzo nei giorni prefestivi. Barone (1990) ha effettuato uno studio sui tassi di variazione medi dell'indice MIB storico nei giorni prefestivi, Ferragosto, primo novembre, otto dicembre e Natale, nel periodo che va dal 2 gennaio al 22 agosto 1989. Il risultato è che le variazioni di tali giorni sono positive nel 60% dei casi, contro il 49% degli altri giorni. In particolare nei giorni che precedono la Pasqua, il primo maggio, il primo novembre e il Natale, i tassi di variazione

medi sono sensibilmente positivi e significativamente diversi da zero ad un livello di confidenza del 5%. L'anomalia non può essere considerata come compenso di un più elevato livello di rischio: infatti, la deviazione standard delle variazioni osservate in questi giorni (0,88) è addirittura inferiore a quella dei giorni normali (1,30).

Un effetto che sembra avere radici molto profonde nel tempo, soprattutto in Europa, è "l'effetto Halloween". Si tratta di un forte effetto stagionale secondo cui i rendimenti azionari dovrebbero essere più alti nel periodo novembre-aprile, che non nel periodo compreso tra maggio e ottobre. Buoman e Jacobsen in uno studio pubblicato nel 2000, ne trovano evidenza in 36 dei 37 mercati studiati e anche se nel Regno Unito tale evidenza è più marcata, si può affermare che nel continente europeo in generale il periodo delle vacanze estive sembra portare con sé una forte stagionalità nei rendimenti.

Oltre alle cosiddette anomalie di calendario, figurano nella letteratura finanziaria anche altri tipi di imperfezioni del mercato, legate agli aspetti più diversi.

Ad esempio nel 1986, Harris e Gurel parlano di un "effetto S&P500", dopo aver constatato come vi sia un premio sorprendente, superiore al 3%, legato all'annuncio dell'inclusione di un titolo nell'indice S&P500. Anche questo tipo di anomalia contribuisce a screditare le ipotesi di EMH, in quanto l'annuncio di una quotazione all'interno di un indice, è un'informazione priva di alcun contenuto di novità, e quindi tale evidenza costituisce un'importante eccezione all'assunto della teoria dell'efficienza riguardante l'incorporazione di informazioni nei prezzi. Infine recentemente, è stato pubblicato un articolo di David Hirshleifer e Tyler Shumway intitolato "*Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather*", in cui nel periodo 1982-97 si è studiata la relazione esistente per 26 sedi borsistiche, tra le condizioni atmosferiche e il segno degli scambi.

Il risultato è stato che il sole è fortemente correlato con i ritorni azionari giornalieri e che quindi tende ad accompagnare giornate affaristiche positive.

La scoperta di queste anomalie rappresenta chiaramente un forte attacco alla finanza tradizionale, dimostrando che nella realtà si verificano eventi assolutamente incoerenti con le sue leggi fondamentali.

Altri studi empirici sono stati condotti per verificare la fondatezza dei postulati teorici, soprattutto circa l'ipotesi dei mercati perfetti.

La critica ai mercati perfetti si estrinseca in tre proposizioni. Primo, è difficile sostenere che gli individui in generale e soprattutto gli investitori siano pienamente razionali. Fischer Black

(1986) confermano che è più semplice pensare che molti individui si comportino irrazionalmente constatando l'esistenza dei cosiddetti *noise trader*, ovvero investitori irrazionali che agiscono sulla base di fattori diversi dall'esame razionale delle informazioni a disposizione. Molti individui prendono le loro decisioni con modalità assolutamente non razionali, che vengono spiegate dalla psicologia e dalla sociologia. Esiste infatti una serie di situazioni in cui gli individui deviano dal processo decisionale razionale. Queste deviazioni possono essere ricondotte ad: attitudine per il rischio, formazione di aspettative diverse dal paradigma bayesiano e sensibilità delle decisioni alla struttura del problema.

Secondo, gli investitori individuali non sono gli unici ad operare sui mercati finanziari; infatti si riscontra che la maggior parte del denaro viene gestito dai professionisti. Questi operatori, oltre ad essere soggetti agli stessi pregiudizi degli investitori individuali, sono soggetti ad altre distorsioni che derivano dal fatto che essi hanno la delega di gestire il denaro altrui.

Terzo, il concetto di arbitraggio senza rischio può essere criticato. Infatti è facile pensare che non sempre sia possibile effettuare un arbitraggio come descritto da M. Friedman (1953) e E. Fama (1965), in quanto vi sono vari rischi che possono concretizzarsi, ad esempio, può accadere che un titolo non abbia un sostituto adeguato e ciò avviene spesso nella realtà. Se l'arbitraggio non è possibile, allora i prezzi potrebbero restare lontani dal valore fondamentale per lungo tempo e il mercato dovrebbe definirsi inefficiente.

Uno studio storico fu condotto da R. Shiller (1981), che dimostrò come la volatilità dei mercati azionari è molto maggiore di quanto potrebbe essere spiegato da un modello in cui i prezzi corrispondono al valore attuale dei flussi attesi.

Appare quindi evidente che vi sono validi argomenti sia teorici che empirici che mettono in discussione quanto affermato per anni dalle teorie tradizionali.

3. La finanza comportamentale

La finanza comportamentale si è sviluppata come “ramo” dalla teoria classica a partire dagli anni '50, ma solo dagli anni '70 ha ottenuto visibilità negli ambiti accademici per acquisire status di teoria. I padri della finanza comportamentale possono essere considerati Daniel Kahneman e Amos Tversky, tuttavia i primi lavori importanti sul tema sono riconducibili a Herbert Simon (1955), con la sua opera sul modello comportamentale di scelta razionale, a

Paul Slovic (1969), il quale indagò sull'errata percezione del rischio da parte degli individui, e Robert Shiller (1981), che con i suoi lavori evidenziò l'esistenza di eventi incoerenti con le leggi della finanza tradizionale, che definì anomalie.

I pilastri della finanza comportamentale sono da considerarsi le opere di Kahneman e Tversky (1974 e 1979). Tali opere partono dalla presentazione del paradosso di Allais, che mostra come l'utilità di un evento rischioso non è combinazione lineare delle probabilità associate a ciascun risultato possibile, per poi sviluppare l'analisi critica della teoria dell'utilità attesa e degli assiomi su cui essa si fonda e arrivando, così, alla formulazione della *prospect theory*. Attraverso le loro ricerche sperimentali, integrando i risultati della ricerca psicologica nella scienza economica, specialmente in merito al giudizio umano e alla teoria delle decisioni in condizioni d'incertezza, hanno dimostrato che gli individui, nelle loro scelte finanziarie, non sono guidati da principi economici razionali, bensì dal contesto, dalle credenze, dalla storia personale, dal formato di presentazione delle informazioni e dall'incompletezza informativa.

Secondo Kahneman le scelte degli investitori sono guidate maggiormente da valutazioni affettive piuttosto che da calcoli sull'utilità attesa. A sostegno di ciò basti pensare, ad esempio, che: la gente sarebbe disposta ad attraversare la città per risparmiare 5 euro su un oggetto che ne costa 15, ma non per risparmiare 5 euro su uno che ne costa 125.

La finanza comportamentale nasce quindi dall'applicazione al campo economico di concetti appartenenti a diverse discipline. Possiamo dire che modifica la base su cui la finanza tradizionale si è fondata fino ad oggi, come affermato da Barber e Odean (1999), rilassa le assunzioni di quest'ultima incorporando nei modelli finanziari cambiamenti del comportamento umano dal paradigma della razionalità. È dunque possibile affermare che la finanza comportamentale non è altro che una finanza *open-minded* (R. Thaler, 1993).

3.1. Principi teorici

La finanza comportamentale ha una connotazione empirica forte e la recente letteratura di tipo sperimentale è caratterizzata da una relazione con principi comportamentali che provengono soprattutto dalla psicologia, dalla sociologia e dall'antropologia, come già accennato.

Il primo assunto dell'EMH sostiene che gli investitori sono pienamente razionali nelle loro scelte, hanno capacità e risorse illimitate di raccolta ed elaborazione delle informazioni e massimizzano la loro funzione di utilità. In realtà ciò non sembra verificarsi: gli individui

agiscono spesso in modo totalmente irrazionale e non associano le probabilità e il rischio degli eventi in modo conforme alle leggi bayesiane.

La mente umana, infatti, non è costruita per rispecchiare i canoni di razionalità assoluta ed è soggetta a limiti fisiologici, che la costringono a compiere continuamente delle selezioni per immagazzinare ciò che è più rilevante e degno di attenzione, scartando invece il superfluo. Anche l'elaborazione delle informazioni è un processo pieno di errori valutativi riconducibili alle limitazioni della memoria e alle emozioni degli esseri umani. Kahneman e Tversky attraverso una serie di esperimenti, volti ad investigare i processi mentali che gli agenti usano nella valutazione delle scelte in condizione di incertezza, hanno dimostrato che gli individui ragionano attraverso regole, euristiche, ovvero filtri cognitivi che possono condurre ad errori e pregiudizi valutativi (*bias*). Un processo euristico è infatti un meccanismo di stima intuitivo, che permette di prendere delle decisioni riducendo la complessità del problema e arrivando rapidamente a delle scelte, non necessariamente razionali ed ottimali in assoluto, ma pienamente soddisfacenti, dati i vincoli del contesto in cui il soggetto agisce. Ne consegue una violazione della teoria classica di formazione delle aspettative e delle probabilità.

Queste distorsioni cognitive determinano:

- errori nelle scelte di investimento individuali, che portano a rendimenti insufficienti o a un'eccessiva esposizione al rischio;
- *biases* collettivi. Se tali comportamenti individuali si sommano e oltrepassano una determinata soglia critica si crea un rapido effetto "contagio", quindi fenomeni legati al singolo investitore diventano collettivi;
- generiche inefficienze di mercato, quali ad esempio prezzi sbagliati o anomalie nei rendimenti tra differenti attività, periodi di investimento, ecc..

La finanza comportamentale cerca di individuare e comprendere tali distorsioni ed anomalie e di sfruttarle, per quanto possibile, nella determinazione delle strategie di investimento ottimali.

Verranno quindi descritti di seguito i principali comportamenti euristici riscontrati negli anni da vari autori. Va tenuto presente che la materia non gode di una struttura unitaria e organizzata per cui si compone di varie versioni che risultano tuttavia accumulate da alcuni elementi.

La versione presa in maggior considerazione per la stesura di questo elaborato è quella di Barberis e Tahler (2001), che classificano la finanza comportamentale in due classi: le credenze, che includono la rappresentatività, la disponibilità, l'ancoraggio, l'*overconfidence*, l'ottimismo e il conservatorismo; e le performance, che includono l'avversione per l'ambiguità e la teoria dei prospetti. Sono però riportati anche altri comportamenti distortivi rilevanti, in parte ricollegabili a quelli sopracitati, ma emersi in altre versioni.

3.1.1. Rappresentatività

L'euristica della rappresentatività stabilisce che gli individui valutano le probabilità degli eventi sulla base di stereotipi e di situazioni familiari. In altri termini, la rappresentatività indica che il modo in cui si stabilisce la probabilità di un evento dipende da quanto quell'evento è "rappresentativo" di una certa classe di eventi, non considerando le reali caratteristiche o probabilità. La complessità del problema viene così ridotta grazie all'associazione mentale con esperienze passate o luoghi comuni.

Gli errori valutativi che ne derivano, a causa di un'eccessiva semplificazione, sono molteplici; le persone applicano infatti le leggi bayesiane di formazione delle probabilità in modo non corretto, ponendo maggior peso alla descrizione di un fenomeno che al fenomeno stesso.

Un esempio chiarificatore proposto in una ricerca di Kahneman e Tversky (1974)¹ per spiegare tale distorsione è il seguente: "Linda ha trentun anni, single, espansiva e molto intelligente; è laureata in filosofia; da studente è stata altamente coinvolta in questioni di discriminazione e giustizia sociale ed ha pure partecipato a dimostrazioni anti-nucleari". È stato poi chiesto ad un campione di intervistati quale delle due dichiarazioni fosse più probabile: (A) "Linda è una bancaria", o (B) "Linda è una bancaria ed anche attivista nel movimento femminista". Naturalmente A è più probabile di B, poiché l'opzione A è una probabilità singola ed incondizionata, mentre l'opzione B è condizionata dal fatto che si verificano congiuntamente gli eventi "bancaria" e "attivista". In realtà i soggetti interrogati nell'esperimento hanno risposto per la maggior parte B, dimostrando di applicare le regole bayesiane in modo scorretto, cioè sovrastimando la descrizione di Linda e valutando erroneamente la probabilità di due eventi congiunti, dal momento che nella loro mente Linda assomigliava di più al caso B di "attivista" che all'ipotesi A.

¹ Tversky A., Kahneman D. (1974), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*.

Gli individui non tengono opportunamente conto della dimensione del campione o della probabilità a priori, assegnando un peso maggiore alla similarità con i propri stereotipi.

Altro esperimento proposto è stato il seguente: venne chiesto ai soggetti intervistati di indovinare la professione di una persona, data la seguente descrizione: “Steve è una persona timida, introversa, ordinata, disponibile e poco interessata verso la realtà circostante; ha inoltre un animo mite e una passione per i dettagli”. Le alternative erano tra agricoltore, agente commerciale, pilota, bibliotecario e fisico. Come accaduto per l’esempio precedente, in questo caso la descrizione assomigliava di più a quella del bibliotecario ed è stata infatti quella maggiormente scelta dagli intervistati. Tale risposta non rispecchia però l’utilizzo del teorema bayesiano, poiché trascura totalmente le probabilità a priori delle diverse alternative lavorative, per cui, ad esempio, l’agente di vendita si ritrova più frequentemente nella società rispetto al bibliotecario.

Un esempio di rappresentatività tratto dall’evidenza empirica nei mercati finanziari è il seguente: stando a rilevazioni effettuate sulle aspettative degli investitori dalla società Gallup (Fisher-Statman, 2002), circa la metà degli investitori individuali nel dicembre del 1999, vale a dire tre mesi prima dell’inizio della caduta dei mercati nel mese di marzo del 2000, riteneva che il mercato azionario fosse in una bolla speculativa. Ciononostante la maggior parte di questi stessi investitori riteneva che i prezzi sarebbero continuati a salire, poiché si focalizzavano principalmente sui rendimenti più recenti, trascurando altre informazioni che avrebbero potuto indurli a riflessioni diverse. Questo paradosso potrebbe essere spiegato in termini razionali, ipotizzando che il singolo investitore, pur giudicando i prezzi troppo alti, sia disposto ad acquistare i titoli in quanto pensa che sia successivamente possibile venderli ad altri investitori meno avveduti disposti a comprarli a prezzi ancora più elevati. La spiegazione razionale trova, tuttavia, scarso supporto nell’evidenza sperimentale: è infatti stato dimostrato che gli investitori continuano a credere all’espansione della bolla anche quando è tassativamente impedita la successiva vendita dei titoli acquistati.

L’errata considerazione dei processi casuali induce ad individuare precise tendenze anche quando potrebbero non esserci; si può pensare ad esempio che l’andamento del rapporto di cambio tra due valute sia nel breve periodo imprevedibile, cioè completamente casuale. Se si osserva però che negli ultimi quattro giorni una delle due valute ha sempre perso valore, allora si conclude che è in atto un trend di svalutazione sistematica. Un’implicazione di ciò è che spesso gli individui tendono a trarre conclusioni sulle probabilità di un evento basandosi

su un campione relativamente limitato e recente di osservazioni; a tal proposito Kahneman e Tversky hanno coniato il termine ironico di “legge dei piccoli numeri” in base alla quale anche i piccoli campioni sono rappresentativi della popolazione da cui derivano; la legge statistica dei grandi numeri mostra invece che un campione scelto casualmente da una popolazione tende ad un’equa distribuzione degli eventi e rappresenta adeguatamente le caratteristiche della stessa solo quando la sua numerosità è elevata.

3.1.2. Disponibilità

L’euristica della disponibilità influisce, come la precedente, sul processo decisionale degli individui; fa riferimento al fatto che, nella raccolta delle informazioni, gli individui sono influenzati dalla facilità con cui esse possono essere richiamate alla mente. Poste nella situazione di giudicare la probabilità di un evento, le persone cercano nella propria memoria la frequenza con la quale questo è accaduto a loro personalmente o a conoscenti, oppure è stato raccontato o letto sui giornali².

L’idea sottostante è di approssimare la probabilità di una situazione, basandosi sul numero di volte che i soggetti sono in grado di associarla mentalmente a qualcosa, infatti, l’esperienza insegna che è più facile ricordare eventi numerosi e verosimili, piuttosto che quelli rari ed inverosimili. Quindi le informazioni recuperate dalla memoria non sono quelle con il potere informativo maggiore ma sono spesso quelle più intense dal punto di vista emotivo oltre alla frequenza, ne consegue che, la realtà viene falsata e il processo cognitivo conduce ad errori interpretativi e valutativi.

A sostegno di questo fenomeno, vi è un’ampia evidenza sperimentale.

Nel 2000 Shefrin, in un esperimento, pose ad un gruppo di persone la seguente domanda: “qual è la principale causa di morte negli Stati Uniti tra infarto e omicidio? Per rispondere gli intervistati fanno una rassegna di quanti eventi di ciascun tipo ricordano. Quando essi ricordano un maggior numero di morti per omicidio che per infarto, tendono a rispondere che la prima è la principale causa di morte. Per rispondere a questa domanda, i soggetti intervistati si avvalgono soprattutto dei mezzi di comunicazione, che tendono ad offrire un quadro parziale dando maggior importanza agli omicidi rispetto alle morti per infarto, portando a falsare il modello cognitivo.

² Tversky A., Kahneman D. (1974), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*.

Un famoso esperimento venne condotto prima delle elezioni presidenziali statunitensi del 1976. Si interpellarono due gruppi di individui: al primo gruppo si chiese di immaginare Gerald Ford vincitore e al secondo gruppo di immaginare Jimmy Carter vincitore. Successivamente si osservò che il primo gruppo riteneva Gerald Ford il più probabile vincitore e il secondo gruppo riteneva più probabile Jimmy Carter. Questo esperimento dimostra come un individuo a cui viene chiesto di immaginare un evento successivamente ritiene l'evento probabile.

La disponibilità si riscontra anche nei mercati finanziari. In particolare gli investitori pensano di ottenere guadagni migliori da quei titoli che rappresentano aziende ben gestite e senza debiti (Solt, 1989). Ad esempio mediamente gli investitori credono che le aziende che investono i loro soldi in programmi giudicati promettenti dagli analisti siano quelle che avranno minori problemi di bilancio e saranno meno coinvolte in azioni speculative. Perciò investono su queste aziende ritenendo questi titoli meno volatili e quindi meno rischiosi. In realtà questa uguaglianza tra gestione delle aziende e rendimento dei titoli non è valida in assoluto in quanto non sempre aziende con i conti in attivo hanno un rendimento superiore rispetto all'indice generale di mercato.

Analizzando meglio l'euristica della disponibilità sono individuabili in modo particolare due elementi che possono influenzare la disponibilità, così da renderla diversa dalla probabilità di un evento: la disponibilità per costruzione, che concerne il modo in cui le persone usano le informazioni per costruire esempi o simulazioni, e la disponibilità per recupero, ovvero la modalità con cui gli stessi esempi sono recuperati dalla mente.

Nella prima categoria il giudizio di probabilità può essere influenzato dalla facilità con cui l'evento viene ricordato; esso risulta infatti sbilanciato a favore di situazioni più agevoli da rappresentare mentalmente. Un esempio atto a illustrare tale distorsione può essere il seguente: ad un gruppo di intervistati viene chiesto se sia più probabile che una parola estratta da un testo in inglese abbia una *r* come prima lettera o come terza. Dato che per un individuo è sicuramente più semplice costruire parole che iniziano con una determinata lettera, la maggioranza degli intervistati ritiene più probabile incorrere in vocaboli che cominciano per *r*; tuttavia la realtà dimostra che le parole inglesi con la *r* alla terza lettera sono più frequenti.

La seconda categoria dipende invece dalla familiarità dell'evento, nonché dal tempo passato e dall'intensità delle esperienze vissute. Siccome è più facile richiamare alla mente situazioni ed

esempi quotidiani e rilevanti, il giudizio sulla frequenza è ovviamente distorto a favore dei casi più familiari.

Ad esempio: si legge un elenco di 40 società quotate, formato ad esempio da 19 banche e 21 società industriali, e si chiede se sono più numerosi i titoli bancari rispetto a quelli industriali. Se le banche sono più famose delle società industriali si noterà una maggioranza di risposte nei confronti delle prime. La familiarità e la rilevanza dipendono in larga misura dalle esperienze vissute direttamente. Supponendo di selezionare un gruppo di investitori abbastanza omogenei e con una buona cultura finanziaria: tutti sanno che nel 2001 il rating dell'Argentina prima della dichiarazione di default sul suo debito era B; nonostante ciò più della metà degli investitori in quel periodo deteneva obbligazioni argentine.

Si formula la seguente domanda: “quanto ritieni che possa essere la probabilità di insolvenza di un debitore sovrano con rating speculativo B?”. In generale coloro che hanno sperimentato direttamente il default forniranno un valore più alto rispetto agli altri. Anche il tempo influenza il grado di percezione del fenomeno: se si pone la domanda subito dopo il default si ottengono stime più alte, mentre, se si lascia passare un certo periodo, l'intensità del ricordo e la rilevanza dell'informazione diminuiscono.

Quindi è molto importante tenere presente che gli eventi recenti, non sono necessariamente più probabili in prospettiva, ma risultano decisamente più rilevanti nel processo di acquisizione delle informazioni; a livello finanziario il ricordo di ingenti guadagni o di pesanti perdite può portare a valutazioni erranee delle aspettative e ad una sopravvalutazione della probabilità di accadimenti futuri.

3.1.3. Ancoraggio

L'euristica dell'ancoraggio definisce la tendenza che in molte situazioni gli individui hanno di formulare le aspettative e le previsioni partendo da un valore di riferimento iniziale e procedendo poi per aggiustamenti successivi, spesso però il processo di aggiustamento è insufficiente, poiché gli individui si soffermano troppo sul valore iniziale, che funge da ancora, trattenendo a sé i valori e gli aggiustamenti successivi (Barberis e Thaler, 2001).

Per comprendere le conseguenze di questo fenomeno, Kahneman e Tversky hanno proposto un esperimento in cui hanno chiesto ad un campione di soggetti intervistati di stimare la percentuale di Paesi africani appartenenti alle Nazioni Unite. Prima di raccogliere le risposte

venne fatta girare una ruota graduata da uno a cento. Agli intervistati venne chiesto di indicare se la percentuale era inferiore o superiore al numero indicato dalla ruota e, successivamente, di indicare la propria risposta corretta. Alla conclusione dell'esperimento è stato possibile mostrare che le risposte risultavano fortemente influenzate dal numero casuale estratto dalle ruota. Negli esperimenti in cui la ruota segnava 10, la risposta media data dagli intervistati fu 25%; quando la ruota indicava 65, in media la soluzione proposta fu pari a 45%.

In un'ottica finanziaria questa distorsione comportamentale è in grado di spiegare l'aggiustamento dei prezzi e l'effetto di *underreaction*, per cui l'arrivo di nuove informazioni sulle società viene accolto solo parzialmente, in quanto i relativi prezzi e le stime si adeguano troppo lentamente ai nuovi fondamentali.

O meglio, molti operatori, non avendo a disposizione informazioni migliori, si basano sul prezzo del titolo e la variabilità del suo prezzo nel passato. Un titolo potrebbe avere un prezzo molto elevato oggi, ma non essere un investimento sicuro poiché in passato ha tenuto un andamento altalenante con forti crescite di valore seguite da altrettanti forti ribassi.

Anche utilizzare informazioni relative all'andamento passato di un titolo per prevederne l'andamento futuro non è un comportamento razionale, ma certamente permette una valutazione più accurata di quella che si ottiene considerando soltanto il valore delle azioni in un determinato momento.

L'ancoraggio, inoltre, è alla base dei comportamenti conservatori che adottano gli agenti economici. Shefrin (2000) analizza, a tal proposito, un caso di conservatorismo nel comportamento degli analisti finanziari. Questi partono da ipotesi inizialmente possedute circa le caratteristiche di un'azienda, ossia riguardo la probabilità che questa possa produrre utili interessanti. Quando vengono diffuse nuove informazioni sull'azienda stessa, l'analista tende a leggerle sulla base delle probabilità iniziali. Così se le informazioni positive riguardano un'azienda che in passato non ha avuto performance particolarmente brillanti, l'analista rivede la sua valutazione in modo conservativo, sottostimando la possibilità che l'azienda possa in futuro generare utili significativi.

L'ancoraggio può anche portare ad una diversa forma di conservatorismo noto come *status quo bias*, che consiste nel fatto mediante il quale gli agenti sono propensi a scommettere di più per mantenere lo *status quo* di quanto lo siano per acquisire una posizione iniziale. In un esperimento³, si procede ad allocare casualmente, ad alcuni componenti di un gruppo, alcune

³ The Economist, *Rethinking thinking*, 18 Dicembre 1999.

tazze. Ai possessori venne poi chiesto di indicare un prezzo a cui sarebbero disposti ad acquistarlo. L'esperimento dimostra come il prezzo di vendita, in genere, risulti considerevolmente superiore al prezzo di acquisto.

Nel 2000 Shefrin definisce l'ancoraggio come la tendenza degli individui a essere influenzati dai suggerimenti. Fenomeno anch'esso verificato mediante un esperimento: in molti questionari i sondaggiisti inseriscono una serie di valori predefiniti, dopo ogni domanda è stato osservato che gli intervistati risultano fortemente influenzati da questi valori. Questo comportamento può risultare razionale; tuttavia l'individuo si basa sul valore predefinito per fornire una risposta esatta, non ricordando la cifra corretta o non disponendo dell'informazione.

3.1.4. Overconfidence e Underconfidence

I comportamenti euristici di *overconfidence* e di *underconfidence* sono due tra le maggiori conseguenze degli errori di giudizio e per questo tra i maggiormente studiati.

Il lavoro fondamentale circa lo studio di questi comportamenti è stato pubblicato nel 1977 da Lichtenstein, Fischhoff e Phillips, questo ha dato avvio a una vasta letteratura successiva sull'argomento; l'*overconfidence* è stata poi riscontrata mediante esperimenti cognitivi in diversi ambiti professionali: ingegneristico (Kidd, 1970), imprenditoriale (Coper, Woe e Dunkelberg, 1988), psicologo (Oskamp, 1965), giuridico (Wagenaar e Keren, 1986), e manageriale (Russo e Schoemaker, 1992).

L'*overconfidence* si verifica quando gli agenti non valutano adeguatamente le loro abilità, sovrastimando le proprie capacità predittive. Al contrario l'*underconfidence* si realizza quando gli investitori dimostrano una fiducia troppo scarsa nell'affidabilità delle proprie previsioni.

L'*overconfidence*, ovvero l'iper-sicurezza, influenza particolarmente il comportamento degli individui nei mercati finanziari; ritenersi particolarmente competenti e abili porta gli agenti ad effettuare operazioni che normalmente non compierebbero. In modo particolare, la frequenza con cui un investitore compravende i titoli appare influenzata in maniera crescente più un operatore è "*overconfident*", ovvero è maggiormente propenso ad acquistare e vendere i titoli sul mercato.

Gli autori Barber e Odean studiarono come la presenza di *overconfidence* nei mercati finanziari porti gli investitori a compiere scambi non profittevoli; in particolare illustrano come questi in media, vendendo dopo diversi intervalli temporali, non riescano a coprire i costi sostenuti ottenendo un profitto minore del 6% equivalente alla percentuale media dei costi di transazione.

In genere assume un andamento crescente e poi decrescente durante la vita di un individuo⁴: un operatore giovane che ha sperimentato performance relativamente brillanti aumenta la confidenza nelle proprie abilità fino a divenire iper-sicuro. Solitamente il livello di confidenza è più alto per coloro che sono presenti nel mercato da meno tempo per poi diminuire col passare del tempo, poiché le persone sviluppano un processo di valutazione delle proprie capacità più oggettivo.

De Bondt e Thaler (1995) affermarono che: forse la scoperta più forte nella psicologia cognitiva è che le persone sono *overconfident*. Ad indicare quanto sia importante la sua presenza nella comprensione sul come gli individui si allontanino dalla perfetta razionalità prevista nella teoria tradizionale.

Il concetto può essere esemplificato come segue: si simula la serie storica di un ipotetico indice di mercato, ottenuta partendo da un processo stocastico stabilito a priori. Ad un gruppo di soggetti viene chiesto, partendo dal livello corrente dell'indice, di fornire un limite superiore ed uno inferiore, tali per cui nel 98% dei casi il valore dell'indice rimanga dopo un mese all'interno dell'intervallo individuato. Si generano poi 10.000 ipotetici valori dell'indice stesso e si verifica, per ogni soggetto, quante volte i processi stocastici simulati cadono nell'intervallo di confidenza soggettivo. Se i giudizi di probabilità non fossero distorti, i valori simulati dovrebbero rientrare nell'intervallo di confidenza all'incirca nel 98% dei casi. L'evidenza sperimentale mostra invece che l'intervallo di confidenza soggettivo assegnato alle proprie stime, cioè la probabilità di errore delle rispettive valutazioni, è generalmente troppo ristretto, in quanto contiene una frequenza di osservazioni ampiamente minore di quella teoricamente corretta, spesso attorno al 70-80% circa, invece che il 98%. Ciò significa che gli individui sono troppo confidenti, poiché sottostimano la variabilità del fenomeno e il loro intervallo di confidenza soggettivo è troppo piccolo. La naturale conseguenza

⁴ Odean e Gervais, *Learning to be overconfident*, Review of Financial Studies 2001.

dell'*overconfidence* è data dal fatto che gli eventi estremi accadono più frequentemente rispetto a quanto ci si immagina, cogliendo così gli operatori impreparati⁵.

L'eccessiva sicurezza nelle proprie capacità favorisce una sottostima dei rischi, che colpisce non solo gli investitori finanziariamente meno istruiti, ma anche i professionisti del settore. L'euristica dell'ancoraggio può essere alla base del fenomeno dell'*overconfidence*, in quanto, nel formulare le previsioni, gli investitori partono generalmente da un punto di riferimento, costruendoci attorno un intervallo di confidenza; tuttavia, a causa dell'effetto attrattivo dell'ancora, gli aggiustamenti potrebbero essere molto contenuti, con il risultato di ottenere un intervallo di confidenza troppo stretto. Inoltre si ha che gli individui danno più peso alle proprie valutazioni personali di quanto non ne diano alle informazioni pubbliche.

L'*overconfidence* induce quindi gli investitori a trarre giudizi eccessivamente ottimistici nei confronti di eventi e probabilità, soprattutto per quanto riguarda la previsione di fenomeni incerti. A tal riguardo l'eccessiva sicurezza in se stessi sembra essere fortemente correlata con il grado di propensione al rischio: i soggetti maggiormente convinti delle proprie capacità tendono ad intraprendere progetti più rischiosi, soffrendo per questo anche di perdite più ingenti. Un'evidente conseguenza dell'*overconfidence* è l'eccessiva attività di *trading*, che porta molto spesso ad ottenere performance sub-ottimali. Teoricamente gli errori derivanti dall'*overconfidence* dovrebbero essere corretti nel tempo in seguito all'accumularsi di eventi negativi ma in pratica ciò non avviene. Infatti, di fronte ad una perdita consistente, l'avversione al rammarico induce gli individui a giustificare lo sbaglio come una conseguenza di cause esterne; al contrario, quando le loro decisioni si rivelano ex-post profittevoli, essi se ne attribuiscono totalmente il merito. In questo modo, grazie ai risultati positivi, la fiducia nelle proprie capacità aumenta più di quanto non diminuisca in seguito ad accadimenti negativi. I riscontri dell'esperienza confermano che l'*overconfidence* tende a crescere nel tempo⁶.

Il fenomeno dell'*underconfidence* è un tipo di distorsione opposta all'*overconfidence* e si materializza quando la fiducia che gli agenti ripongono nelle proprie abilità diviene troppo scarsa; ciò può verificarsi nel caso in cui la scelta da compiere sia eccessivamente complicata o dubbiosa, tanto che vi si rinuncia o le si attribuiscono probabilità di successo molto ridotte.

⁵ Rigoni U., *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, 2006.

⁶ Linciano N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, 2010.

Tale situazione può portare ad atteggiamenti conservativi o ad un lento aggiustamento delle previsioni alle nuove notizie.

Per comprendere meglio come si può ottenere una situazione di *overconfidence* o di *underconfidence* si può immaginare di dover valutare la probabilità che un nuovo prodotto ottenga un successo commerciale, per questo bisogna innanzitutto raccogliere le opinioni dei principali consumatori. Esse possono essere molto nette oppure meno definite (ha alcune caratteristiche interessanti, ma è abbastanza costoso, ecc.). In secondo luogo bisogna comprendere il peso di tali opinioni: sono raccolte in modo improvvisato presso i propri conoscenti? Sono il risultato di una ricerca molto ampia?

Quando le opinioni sono nette è più facile che ricorrono situazioni di *overconfidence* in quanto sull'affidabilità statistica prevale la chiarezza interpretativa: dato che la correzione per l'affidabilità del dato è insufficiente, l'eccesso di fiducia sarà maggiore soprattutto quando la raccolta è effettuata presso un campione ristretto di individui. Se, invece, l'informazione è raccolta presso un bacino molto ampio, aumenta considerevolmente anche l'affidabilità statistica in senso proprio dei dati e quindi diminuisce l'*overconfidence*.

Otterremo invece situazioni di *underconfidence* quando le opinioni sono meno definite e indeboliscono la rappresentatività del dato: avremo che il soggetto si trova in difficoltà nel formulare la valutazione fino al punto di rinunciarvi oppure di attribuirvi un intervallo di confidenza soggettivo più ampio di quanto dovrebbe. Questo esito è più comune quanto più il campione è affidabile statisticamente. Si supponga, ad esempio, che in base ad un sondaggio molto ampio il prodotto, in una scala da 1 a 10 (5 è il valore soglia al di sotto del quale il prodotto non verrà lanciato), abbia ottenuto 6. L'individuo soggetto a *underconfidence* che si potrebbe lanciare il prodotto, ma che i margini di incertezza sono elevati e che potrebbe per questo dimostrarsi un insuccesso. L'affermazione statisticamente corretta sarebbe invece che vi è una probabilità elevata che il prodotto riesca a produrre un contenuto ritorno economico.

L'esempio sopra esposto chiarisce dunque che le persone stabiliscono i loro intervalli soggettivi di confidenza valutando i punti di forza e di debolezza dell'ipotesi in oggetto e tenendo poco in considerazione l'affidabilità statistica dei dati. Concludendo, in genere l'*overconfidence* prevarrà quando si hanno pochi dati, ma netti, mentre ci si sposterà verso l'*underconfidence* quando i risultati, ottenuti da campioni molto ampi, sono meno netti.

3.1.5. Conservatorismo

Altra distorsione che influenza le scelte decisionali degli individui è il conservatorismo, questo venne definito per la prima volta da Edwards nel 1968 in “*Conservatism in human information processing*”. Viene definito come una resistenza al cambiamento, una tendenza degli individui a mantenere le proprie convinzioni o a cambiarle lentamente, anche di fronte all’evidenza del contrario.

Il conservatorismo consente di dare spiegazione a regolarità, presenti nei mercati finanziari, che sarebbero di difficile spiegazione. Gli individui “conservatori”, sottostimano il contenuto informativo dei segnali rimanendo ancorati alle informazioni di cui già dispongono. Quindi, il diffondersi di notizie circa alcuni titoli viene assorbita lentamente dai prezzi, generando sottoreazione e autocorrelazione positiva nel breve termine.

Griffin e Tversky (1992) hanno tentato di mettere assieme i due atteggiamenti descritti, elaborando i concetti di forza e di peso delle informazioni.

La forza consiste nell’importanza evocativa dell’informazione, mentre il peso si riferisce al contenuto informativo del punto di vista più propriamente statistico, considerando, ad esempio, fattori quali la l’estensione del campione utilizzato e altre variabili di quel tipo. Gli autori suggeriscono che gli individui aggiornano le loro previsioni dando eccessiva importanza alla forza e non abbastanza attenzione al peso delle informazioni che ricevono. In questo quadro, il conservatorismo trova spiegazione quando le informazioni nuove, che vengono diffuse, sono di forza ridotta e peso elevato: i decisori sono poco influenzati dalla ridotta significatività e reagiscono eccessivamente dando importanza sproporzionata a segnali rilevanti, ma statisticamente deboli.

3.1.6. Loss aversion

La *loss aversion*, ovvero avversione alle perdite è stata analizzata in ambito della formalizzazione della *prospect theory* da Tversky e Kahneman.

Tale euristica altro non è che l’asimmetria di comportamento dell’individuo nel tratto delle perdite rispetto ai guadagni. Gli individui risultano più sensibili, in termini di utilità marginale, ad una diminuzione della loro ricchezza investita piuttosto che ad un aumento di questa. Infatti, in condizioni di incertezza, il panico e la paura di poter perdere 1 € è molto più

intensa ed elevata rispetto alla gioia di guadagnarne uno. Nella valutazione dell'utilità attesa quindi, l'investitore pondera più pesantemente le perdite rispetto alle vincite.

Da questa euristica si è sviluppato un diverso modo di considerare e calcolare il rischio, creando delle nuove misure per il rischio, misure di rischio asimmetrico, che tengono conto di questa propensione degli investitori.

3.1.7. Underreaction e Overreaction

Underreaction e *overreaction* sono distorsioni osservate nei mercati finanziari.

La *underreaction* è definibile come distorsione per cui i prezzi dei titoli, data una nuova informazione, “sottoreagiscono” nel breve periodo, cioè si muovono lentamente e scarsamente in reazione all'annuncio di una notizia che li riguarda. In genere si verifica che il rendimento medio dei titoli nel periodo successivo alla pubblicazione di una buona notizia è superiore al rendimento medio nel periodo successivo alla pubblicazione di una brutta notizia. Ciò può significare che il titolo sottoreagisce alla buona notizia al momento della sua pubblicazione, ma corregge questo errore offrendo rendimenti maggiori in un periodo immediatamente successivo che è generalmente di un anno (Barberis, Shleifer e Vishny, 1998).

I contributi più importanti allo studio di questo fenomeno provengono da Culter, Poterba e Summers (1989) e Jegadeesh e Titman (1993) che hanno esaminato e confermato l'esistenza di autocorrelazione positiva dei rendimenti dei titoli nel breve periodo, che implica all'inizio *underreaction* e successivamente un adeguamento dei prezzi alle nuove informazioni.

L'*overreaction* è invece il fenomeno per cui i prezzi dei titoli “sovrareagiscono” alla nuova informazione nel lungo periodo, ovvero si muovono in maniera eccessiva in relazione ad una serie di notizie che li riguarda. In genere si verifica che il rendimento medio dei titoli nel periodo successivo alla pubblicazione di una serie di buone notizie è inferiore al rendimento medio nel periodo successivo alla pubblicazione di una serie di cattive notizie. Ciò può significare che il titolo sovrareagisce alla serie di buone notizie durante la loro pubblicazione, ma corregge questo errore offrendo rendimenti minori successivamente.

Gli studi più importanti su questo fenomeno sono riconducibili a De Bondt e Thaler (1985) e Fama e French (1998) i quali hanno dimostrato l'esistenza di autocorrelazione negativa dei

rendimenti durante i tre-cinque anni successivi alla serie di annunci, che implica un adeguamento dei prezzi alle nuove informazioni.

L'evidenza di questi fenomeni costituisce una forte contraddizione all'ipotesi di mercati efficienti, poiché suggerisce che investitori preparati possano facilmente ottenere extraprofitti traendo vantaggi dalla loro conoscenza.

Si ritiene, inoltre, che l'*underreaction* sia connessa al concetto di conservatorismo e che la *overreaction* sia connessa al concetto di rappresentatività, per questo è stato cercato di costruire una teoria unitaria che li potesse spiegare entrambi. A riguardo il modello più noto è quello elaborato da Barberis, Shleifer e Vishny (1998) e si basa sull'intuizione di Griffin e Tversky (1992) secondo cui ogni segnale esterno ha due caratteristiche fondamentali: peso e forza. Si afferma che alla base di entrambi i fenomeni stia il fatto gli investitori tipicamente focalizzano troppo sulla forza e poco sul peso di ogni nuovo annuncio. Quindi c'è *overreaction* quando vi sono annunci che hanno molta forza ma poco peso e c'è *underreaction* quando vi sono annunci che hanno poca forza ma molto peso.

3.1.8. Avversione per l'ambiguità

Questo comportamento euristico è noto anche come "paradosso di Ellsberg". Daniel Ellsberg (1961) ne prova l'esistenza dimostrando che le persone preferiscono scommettere su una lotteria con esito ambiguo. Nell'esperimento, da lui svolto, vengono predisposte due urne, una contenente 50 palline rosse e 50 palline nere, l'altra contenente 100 palline con una combinazione di palline rosse e nere sconosciuta.

I giocatori si propone una prime scelta:

- A. estrarre una pallina dalla prima urna, ricevendo 100\$ se è rossa e 0\$ se è nera.
- B. Estrarre una pallina dalla seconda urna, ricevendo 100\$ se è rossa e 0\$ se è nera.

Ellsberg riscontra che i soggetti preferiscono estrarre dalla prima urna (evento con probabilità conosciuta) piuttosto che dalla seconda (evento ambiguo).

Questo esperimento dimostra che gli individui preferiscono affrontare rischi conosciuti piuttosto che sconosciuti. Quindi l'avversione per l'ambiguità consiste nell'atteggiamento degli individui a rifiutare situazioni dubbie.

Altri autori, successivamente, hanno rielaborato questo fenomeno tra cui Shefrin, Tversky e Fox. In particolare Shefrin in un lavoro del 2002 definisce avversione per l'ambiguità una tipica preferenza degli individui per ciò che è familiare rispetto a ciò che non è familiare.

Inoltre secondo Tvesky e Cox (1995) la causa principale di tale comportamento è da far risalire all'ipotesi di ignoranza comparativa, ovvero l'avversione per l'ambiguità sorge quando un individuo nota il contrasto tra la sua limitata competenza su un evento e la sua superiore competenza su un altro evento. Per esempio, gli esperti di politica preferiscono scommettere su eventi politici piuttosto che su altri eventi. Quindi quando gli individui si sentono competenti sono favorevoli all'ambiguità ma, in contesti comparativi, il giudizio sulla propria competenza può cambiare, diventando l'individuo avverso all'ambiguità.

3.1.9. Altre euristiche

L'ottimismo può essere inteso come una particolare forma di *overconfidence*. Può indicare sia la sovrastima delle proprie capacità sia la tendenza a formulare previsioni sistematicamente distorte verso il proprio vantaggio. Più precisamente induce a formulare con troppa sicurezza previsioni distorte verso l'alto: l'*overconfidence* stabilisce solo che si formulano previsioni distorte con troppa sicurezza, ma non che sono distorte verso l'alto.

La teoria del comportamento imitativo descrive il modo di agire per cui un gruppo di individui agisce allo stesso modo pur non avendo nessuna forma di coordinazione e di organizzazione.

Il *mental accounting* (Tahler, 1985 e 1999) è il processo mentale tramite il quale gli individui organizzano, valutano e tengono il conto delle operazioni economico finanziarie. Può essere riassunto come il fatto di assegnare un valore diverso ai soldi in relazione alla destinazione d'uso e alla loro provenienza.

EURISTICHE ED ERRORI COGNITIVI		
Euristiche	Descrizione	Errori
Rappresentatività	Nella valutazione di un evento non si tiene conto delle reali caratteristiche o probabilità, ma si viene influenzati da quanto questo è “rappresentativo” di una certa classe di situazioni.	Tendenza ad ignorare le frequenze oggettive.
		Tendenza ad ignorare la grandezza del campione applicando la legge dei grandi numeri erroneamente.
Disponibilità	Il processo decisionale dell’individuo è influenzato dalla facilità con cui gli eventi affiorano alla mente, in quanto vividi e recenti o vissuti personalmente.	Probabilità degli eventi influenzata da fattori diversi dall’effettiva frequenza.
		La valutazione della probabilità basata sui ricordi disponibili può generare correlazioni inesistenti tra due eventi indipendenti.
Ancoraggio	L’individuo si “ancora” ai dati di partenza e sulla base di nuove informazioni cambia difficilmente le idee iniziali.	Decisioni risultano sbilanciate verso l’ipotesi di partenza.
		Gli agenti sono disposti a scommettere di più per mantenere lo status quo.
Overconfidence/Underconfidence	Sovrastima/sottostima delle proprie capacità di previsione.	Maggiori volumi di trading e minori guadagni.
Loss aversion	Avversione alle perdite.	Maggiore sensibilità ad una diminuzione della ricchezza piuttosto che ad un aumento.
Underreaction/Overreaction	Sottoreazione/ <i>sovrareazione</i> dei prezzi ad una nuova informazione, nel breve/ <i>lungo</i> periodo.	I rendimenti, nei periodi successivi alla pubblicazione di una buona notizia, è superiore al rendimento medio nel periodo successivo alla pubblicazione di una cattiva notizia.
		Il rendimento medio dei titoli, nel periodo successivo alla pubblicazione di buone notizie, è inferiore rispetto alla pubblicazione di cattive notizie.
Conservatorismo	Tendenza degli individui a mantenere le proprie convinzioni o a cambiare lentamente, anche di fronte all’evidenza del contrario.	Autocorrelazione positiva nel breve termine.
Avversione per l’ambiguità	Rifiuto per situazioni ambigue o incerte.	Preferenza per eventi con probabilità note rispetto ad eventi con probabilità sconosciute.
		Preferenza per ciò che è familiare rispetto a ciò che non lo è.

Tabella 1.1 Riassunto dei principali comportamenti distortivi.

3.2. Prospect Theory

La *prospect theory*, formulata dai due psicologi israeliani Kahneman e Tversky (1979) in contrapposizione alla teoria dell'utilità attesa, è una teoria descrittiva che assegna grande importanza al modo in cui viene interpretato il problema decisionale, ovvero si basa sull'idea che gli individui interpretino e valutino le prospettive o le opzioni proposte in termini di scarto da un dato punto di riferimento. Infatti, a prescindere dalle caratteristiche dello specifico contesto decisionale, sembra che i soggetti necessitino di individuare un punto di riferimento cognitivo che funga da termine di paragone in base al quale valutare le opzioni a loro disposizione, ciò in contrasto con quanto affermato dalla teoria dell'utilità attesa per cui l'utilità di un evento è esattamente la combinazione lineare delle probabilità di ciascun evento.

Più precisamente questo modello di analisi della decisione è stato sviluppato a seguito di alcuni fenomeni osservati dagli stessi Kahneman e Tversky: l'effetto certezza, l'effetto riflessione e l'effetto isolamento.

L'effetto certezza consiste nella preferenza degli individui per un evento certo ad uno probabile. In genere si osserva come gli individui preferiscano un guadagno più basso ma certo piuttosto che un guadagno probabile più elevato.

L'effetto riflessione consiste nella manifestazione esattamente speculare delle preferenze riguardanti eventi positivi ed effetti negativi. Gli individui preferiscono gli eventi positivi di valore minore ma con probabilità maggiore agli eventi positivi di valore maggiore ma con probabilità minore, ed in modo esattamente contrario essi preferiscono gli eventi negativi di valore maggiore ma con probabilità minore agli eventi negativi di valore minore ma con probabilità maggiore. Inoltre gli individui preferiscono gli eventi positivi certi a quelli incerti e eventi negativi incerti a quelli certi, quindi il fenomeno si inverte dalla considerazione di eventi positivi alla considerazione di eventi negativi. Ne emerge così l'esistenza di avversione per la perdita, ovvero la tendenza degli individui a preferire evitare le perdite piuttosto che acquisire guadagni.

L'effetto isolamento consiste nella scomposizione di ogni alternativa per semplificare il processo di scelta, in modo da prendere in considerazione soltanto alcuni elementi di un'alternativa e non il suo complesso.

Da quanto finora osservato si ribatte che il decisore ha bisogno di una “prospettiva” con cui affrontare le dinamiche della scelta, la *prospect theory* fornisce così una nuova e diversa descrizione del processo decisionale sotto condizioni di rischio.

Secondo questa, il processo decisionale si articola in due fasi distinte: una prima fase di strutturazione o rappresentazione del problema (*editing phase*) e una seconda fase di valutazione delle alternative.

La fase di editing consiste in una riorganizzazione e riformulazione del problema che agisce come i filtri cognitivi, fondamentali per decidere in modo tempestivo ed evitare di sovraccaricare un sistema cognitivo con limiti biologici ben definiti. Essa può avvenire attraverso sei operazioni:

- I. la *codifica* che consiste nel confrontare, in termini di guadagno o perdita, i risultati della lotteria in funzione del punto di riferimento prescelto;
- II. la *combinazione* consistente nella combinazione delle probabilità associate ad esiti analoghi;
- III. la *segregazione*, ovvero l’isolamento delle componenti rischiose dell’alternativa dalle non rischiose;
- IV. la *cancellazione* degli elementi comuni alle diverse alternative;
- V. la *semplificazione* consistente nell’arrotondamento e nell’approssimazione delle probabilità;
- VI. la *rilevanza della dominanza*, ovvero l’accertamento delle alternative che prevalgono sulle altre e la cancellazione di queste ultime.

Terminata la fase di editing, si passa alla fase di valutazione, qui il decisore confronterà diverse prospettive al fine di stimare il valore e di individuare l’alternativa con il valore più alto, che infine viene scelta. Il calcolo del valore avviene attraverso una duplice scala: la funzione di valore, che consente di verificare come l’utilità di un agente economico dipenda dagli esiti, guadagni o perdite, che può ottenere rispetto ad un certo livello di ricchezza che rappresenta il punto di riferimento; e la funzione di ponderazione, che esprime la combinazione tra i pesi decisionali e le probabilità relative. In base a queste due funzioni l’individuo calcola il valore di ogni alternativa e sceglie quella a cui associa il valore maggiore.

Possiamo evidenziare che la *prospect theory* differisce per almeno tre aspetti dalla teoria dell’utilità attesa. In primo luogo, nella formulazione della *prospect theory* il concetto di

“valore” sostituisce la nozione di “utilità”; mentre l’utilità è definita solo in termini di massimo guadagno raggiungibile, il valore è definito in termini di guadagni o di perdite ovvero di scarti, con segno positivo o negativo, rispetto ad una certa posizione assunta come punto di riferimento neutro.

La seconda differenza riguarda il modo in cui vengono considerate le probabilità associate agli esiti. La teoria dell’utilità attesa assume che il decisore valuti il 50% di probabilità di vincere una data somma come un’opportunità di vincere che ha esattamente la probabilità di verificarsi pari al 50%. Al contrario, la *prospect theory* considera le preferenze come una funzione dei “pesi decisionali”, cioè della valutazione soggettiva delle differenti opzioni di scelta, e assume che tali pesi non corrispondano sempre ad effettive probabilità. La *prospect theory* postula, infatti, che gli individui non trattino le probabilità come sono realmente, ma ne utilizzino delle distorsioni. In particolare, gli individui tendono a sovrastimare le piccole probabilità e a sottostimare le probabilità medie o elevate.

Infine, predice che le preferenze per cui opta il soggetto dipendono dal tipo di rappresentazione mentale del problema decisionale (effetto *framing*). Secondo Tversky e Kahneman (1981) i soggetti si costruiscono i problemi, cioè elaborano *frames*, in maniera differente a seconda del modo in cui viene strutturata la situazione problematica. Un’opzione di scelta corrisponde ad un guadagno o una perdita in funzione del punto di riferimento adottato. Se il punto di riferimento è stabilito in modo tale che un certo esito venga considerato come un guadagno, allora il decisore tenderà a prendere decisioni non rischiose; per contro se il punto di riferimento è stabilito in modo tale che un certo esito venga visto in termini di perdita, allora il decisore tenderà a prendere decisioni rischiose. (Fig.1.1 – la funzione convessa per le perdite e concava per i guadagni).

La *prospect theory* postula, inoltre, che le perdite abbiano maggior valore dei guadagni per il decisore (Fig.1.1 – la maggior distanza della funzione dall’asse orizzontale nelle perdite rispetto alla parte relativa ai guadagni). Questa proprietà è nota come avversione alle perdite e gioca un ruolo fondamentale nello studio della presa di decisione.

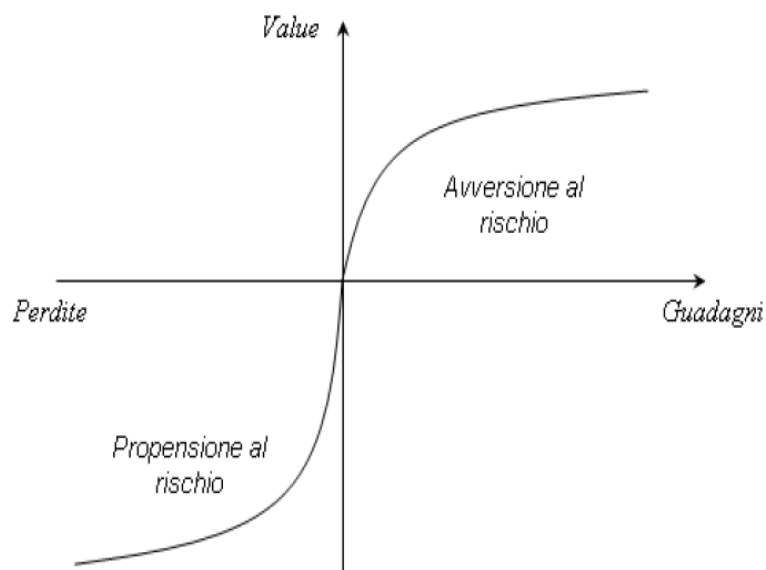


Figura 1.1 Funzione di valore utilizzata nella *prospect theory*

Concludendo si può dunque affermare che secondo la *prospect theory*, la funzione di utilità di un agente economico: dipende dalla variazione e non dal livello della ricchezza; esprime avversione al rischio nelle aree caratterizzate da potenziali guadagni, ma propensione al rischio quando i risultati possibili sono negativi; ed infine che si caratterizza per un atteggiamento di *loss aversion*, cioè la forte preferenza degli individui a evitare le perdite piuttosto che a avere guadagni.

3.3. Cumulative prospect theory

In anni successivi la *prospect theory* fu rielaborata e sviluppata da Kahneman e Tversky (1992) dando vita ad una nuova versione: la *cumulative prospect theory* (TCP). Si tratta di un'evoluzione della *prospect theory* e si differenzia, da quest'ultima, per le modalità di ponderazione delle probabilità, ovvero per il fatto di considerare la distribuzione cumulata delle stesse, e per l'applicazione di funzioni di valore differenti per i guadagni e per le perdite. In tal modo la teoria riesce a descrivere atteggiamenti verso il rischio molto più variegati.

In particolare, mentre la *prospect theory* si fonda sull'assunto che gli individui siano avversi al rischio nella regione dei guadagni e propensi al rischio in quella delle perdite, la *cumulative prospect theory* rappresenta la tendenza degli individui ad esibire avversione al rischio nelle

circostanze in cui i guadagni sono molto probabili e di importo contenuto, e propensi al rischio quando i guadagni sono poco probabili ma di elevato importo, come nel caso delle lotterie. In modo simile, nel dominio delle perdite la teoria descrive i comportamenti dei soggetti che sono avversi al rischio se devono sostenere perdite potenzialmente elevate ma poco probabili, mentre tengono l'atteggiamento opposto nel caso di perdite più basse e relativamente più probabili.

Alla luce di quanto suddetto il processo di scelta in condizioni di incertezza e razionalità limitata sembra divergere da quanto sostenuto dal modello tradizionale e a sostegno di ciò vi è un'ampia evidenza empirica riassumibile come segue.

PROCESSO DI SCELTA	MODELLO TRADIZIONALE	COMPORAMENTI OSSERVATI
RAZIONALITA' DELLE PREFERENZE	<p>L'investitore è razionale:</p> <ul style="list-style-type: none"> - guadagni e perdite sono valutati nell'ambito della ricchezza totale, - la ricchezza genera un beneficio marginale positivo e decrescente, - può essere indifferente, avverso o propenso al rischio. 	<ul style="list-style-type: none"> - La valutazione delle probabilità è non lineare. - L'atteggiamento verso il rischio è variabile. - Dipendenza dalle modalità di presentazione. - Utilità definita sui guadagni/perdite e non sulla ricchezza finale. - L'aumento di ricchezza determinato da un evento positivo genera un'utilità inferiore rispetto alla diminuzione di ricchezza conseguente a un evento negativo.
RAZIONALITA' DEL PROCESSO DECISIONALE	L'investitore massimizza l'utilità della ricchezza, data la sua avversione al rischio, scegliendo un portafoglio della frontiera efficiente.	Le scelte di investimento possono rivelarsi sub-ottimali rispetto a quelle prescritte dalla teoria classica.

Tabella 1.2 *Scelte in condizioni di incertezza.*

A conclusione di questo capitolo viene presentata di seguito una tabella riassuntiva allo scopo di evidenziare i principali cambiamenti intervenuti a livello teorico dalla finanza tradizionale.

FINANZA TRADIZIONALE	Evidenze empiriche	FINANZA COMPORTAMENTALE
1. Razionalità assoluta: <ul style="list-style-type: none"> tutte le alternative sono note; le conseguenze di ogni azione sono calcolabili; l'individuo ha una funzione di utilità; la decisione avviene in base ad un calcolo di ottimizzazione. 	<i>Simon: ricerche sul processo decisionale nelle organizzazioni economiche</i>	1. Razionalità limitata: <ul style="list-style-type: none"> la conoscenza delle alternative è incompleta; la conoscenza di ogni azione è frammentaria; le preferenze non sono perfettamente ordinabili; la decisione avviene su base soddisfacente.
2. Teoria dei mercati efficienti	<i>Anomalie da calendario e presenza di noise trader</i>	2. Tendenza ad assumere un comportamento gregario. Soggetti influenzati da distorsioni cognitive, euristiche e preferenze.
3. Teoria dell'arbitraggio	<i>Operazioni di arbitraggio non sempre possibili</i>	3. Limiti all'arbitraggio
4. Teoria dell'utilità attesa: un individuo risulta indifferente nella scelta tra due lotterie con uguale valore atteso.	<i>Paradosso di Allais Paradosso di Ellsberg</i>	4. Prospect theory: ha lo scopo di descrivere quali sono le effettive procedure cognitive sottese alle scelte in condizioni di incertezza.
TEORIA NORMATIVA	→	TEORIA DESCRITTIVA

Tabella 1.3 Confronto tra teoria tradizionale e teoria comportamentale.

Tenendo presente che l'obiettivo della finanza comportamentale è quello di cercare di spiegare fenomeni spesso poco chiari se analizzati secondo l'impostazione delle teorie neoclassiche, nei capitoli successivi si concentrerà l'attenzione sul fenomeno dell'*home bias*, che a livello comportamentale viene spiegato dalla confusione tra familiarità e conoscenza, da un'iper ottimismo, ma soprattutto da un'avversione per l'ambiguità.

CAPITOLO II

L'HOME BIAS PUZZLE

Sin dagli anni Settanta è stato rilevato un sistematico distacco dalla teoria standard di allocazione del portafoglio internazionale, infatti si è osservato che, gli investitori manifestano una netta preferenza per le attività domestiche. Questo fenomeno è conosciuto come *home bias puzzle* ed è definito come uno dei principali enigmi dell'economia internazionale.

Maurice Obstfeld e Kenneth Rogoff fanno un ulteriore passo avanti distinguendo in proposito tra *home bias in trade* ed *equity home bias*. L'*home bias in trade* costituisce la preferenza dei consumatori per i prodotti di origine domestica; l'*equity home bias* si riferisce invece a una distorsione nella diversificazione di portafoglio, in base alla quale gli investitori sono portati a preferire titoli domestici a quelli stranieri. Quindi, nonostante l'*home bias* interessi anche il mercato dei beni e servizi, in questo elaborato si svolgerà un'ampia trattazione del fenomeno soffermandoci solo nel mercato finanziario, accentrando perciò lo studio sull'*equity home bias*.

1. Equity home bias

La letteratura relativa all'*equity home bias* risale agli inizi degli anni '90 ed evidenzia come gli investitori trattino i titoli su cui potrebbero investire in modo diverso da quanto prescritto. In particolare si descrive la propensione degli operatori a detenere in maniera eccessiva attività finanziarie relative al paese in cui vivono.

French e Poterba (1991) e successivamente Tesar e Werner (1995) stimano che, per Stati Uniti e Giappone, agli inizi degli anni '90, l'investimento in attività azionarie domestiche ammontava rispettivamente al 92,2% e 95,5% della ricchezza azionaria complessiva, mentre per la Gran Bretagna il valore si attestava attorno al 92%, per la Francia al 89,4% e per la Germania 79%.

In una ricerca empirica svolta da Gaziano (2010) viene fatta notare, mostrando i dati relativi al peso nella capitalizzazione mondiale delle singole Borse nazionali, la divergenza tra le

quote ideali di titoli da detenere per ciascun portafoglio e la quota realmente detenuta. Infatti, ad esempio, si nota che il listino azionario statunitense pesa il 30% delle Borse mondiali, quello britannico poco meno del 7% e quello italiano poco più dell'1%. Secondo un approccio razionale un investitore statunitense dovrebbe detenere non più del 30% di azioni Usa, mentre uno inglese o italiano rispettivamente non più del 7% e 1%; tuttavia nella realtà ciò non trova riscontro: la quota investita nel paese di provenienza risulta spesso e volentieri maggiore. Questa propensione ad investire in titoli domestici può risultare economicamente positiva solo se in riferimento all'interesse generale del paese, ma rivelarsi una scelta errata a livello di diversificazione individuale del portafoglio del singolo risparmiatore.

Le prime implicazioni in termini di movimenti internazionali di capitale sono state evidenziate da Feldstein e Horioka (1979), i quali sottolineano che di fronte a tale fenomeno un eventuale contrazione del risparmio nazionale non sarebbe stata compensata da un afflusso di capitali dall'estero ma avrebbe dato luogo ad una contrazione di entità equivalente negli investimenti nazionali.

L'*equity home bias* può essere considerato anche come un indicatore della imperfetta mobilità dei capitali, in quanto assumendo perfetta mobilità dei capitali i paesi potrebbero diversificare il rischio riducendone la componente idiosincratca. Infatti se un'economia fosse colpita da uno shock avverso ai propri fondamentali la diversificazione del portafoglio può consentire ai residenti che hanno investito in attività produttive estere, non correlate con quelle nazionali, di bilanciare il calo di produttività interno con il rendimento estero, e quindi di ridurre i consumi in proporzione inferiore rispetto al prodotto interno. Per questo, ad esempio, la costruzione di un portafoglio diversificato consente un profilo di rischio-rendimento migliore rispetto ad una diversificazione limitata ai soli titoli domestici.

Si riscontra così, che il fenomeno dell'*home bias* è nuovamente in netto contrasto con quanto enunciato dal CAPM, ossia che gli investitori dovrebbero diversificare i loro investimenti detenendo anche attività negoziate sui mercati internazionali. Altro errore riscontrato nella diversificazione è dato dalla tendenza ad attualizzare una diversificazione del portafoglio mediante aumento dei titoli in portafoglio, piuttosto che attraverso una revisione dei titoli stessi già detenuti in portafoglio.

L'*home bias* produce una serie di importanti implicazioni sull'inefficienza nell'allocazione dei portafogli anche a livello più generale: Chan, Covrig e Ng (2007) evidenziano una relazione inversa tra *home bias* e valore delle imprese. La mancanza di diversificazione

internazionale porterebbe con sé un maggior rischio sistematico complessivo per quelle imprese operanti in simili contesti. Ciò si traduce in un maggior costo del capitale per le stesse e quindi una minor valutazione aziendale. Seguendo questo filo le riforme sui mercati dei capitali, unitamente alle liberalizzazioni e tutte le manovre di politica economica tendenti a favorire la suddivisione internazionale del rischio di mercato, avrebbero come conseguenza l'aumento del valore di mercato delle società stesse; per contro aziende operanti in paesi in cui l'investimento estero è sfavorito ne risulteranno sottovalutate rispetto al loro potenziale.

Huberman (1999) osserva un'altra distorsione riconducibile all'*home bias*, ovvero la tendenza che molti investitori hanno di preferire i titoli delle società per cui lavorano. L'effetto che ne consegue è quello di duplicare il rischio: da un lato perché investono in uno o pochi titoli, dall'altro perché il rischio finanziario tende a coincidere con quello professionale.

La finanza comportamentale aiuta quindi a comprendere il motivo per il quale gli investitori insistano a non perseguire una corretta diversificazione, nonostante i benefici che ne deriverebbero.

1.1. Home bias e profilo dell'investitore

Alcuni studi, in particolare quelli condotti da Coval e Moskowitz (1999), hanno mostrato come la diversificazione del portafoglio non dipenda semplicemente dalle previsioni di mercato, ma risulti influenzata anche dalle caratteristiche socioeconomiche degli investitori, siano essi investitori privati o professionisti. Tale argomento è stato approfondito anche da Cavezzali e Rigoni (2007) i quali focalizzano la loro attenzione alle relazioni che intercorrono tra *home bias*, i dati demografici e socioeconomici di un campione di investitori e il profilo degli advisor, il dataset utilizzato faceva riferimento al periodo 1998-2003 comprendendo 420 consulenze emesse da 135 consulenti. I risultati che ne derivano dimostrano l'esistenza di una forte relazione tra *home bias*, età dell'investitore e reddito. Gli individui più anziani e con un basso reddito rappresentano il target a cui proporre proposte tendenti all'*home bias*. Una spiegazione va ricercata tra le teorie comportamentali: gli anziani percepiscono i mercati interni come più familiari e meno rischiosi, rivelando una mancanza di fiducia nei confronti dei mercati esteri.

Barber e Odean evidenziano che le donne sono meno propense degli uomini all'*home bias*, mentre gli investitori più anziani scelgono maggiormente di investire in titoli domestici rispetto ai più giovani.

Altra ricerca condotta da Karlsson e Norden (2007) evidenzia invece che la tendenza all'*home bias* è superiore per coloro che sono dipendenti pubblici, rispetto ai dipendenti privati, probabilmente perché i primi hanno una maggior sicurezza derivante dal loro lavoro. Secondo questi ricercatori l'investitore soggetto a tale distorsione risulta avere i seguenti caratteri: non troppo sofisticato, con un lavoro stabile, di età avanzata e tendenzialmente incline ad essere eccessivamente sicuro.

Al fenomeno dell'*home bias* risultano essere soggetti non solo gli investitori, ma anche gli stessi consulenti dei fondi comuni. Infatti, Fisher e Statman (1997) prima, e Cavezzali e Rigoni (2007) dopo, ne osservano la tendenza a proporre prodotti domestici. In questo caso le cause andrebbero ricercate: nella maggiore familiarità con i mercati nazionali e nella percezione che sia meno rischioso e maggiormente prevedibile ciò che è nazionale, nonché la propensione ad incentivare ciò che è nazionale.

1.2. Home bias e teoria comportamentale del portafoglio (*behavioral portfolio theory*)

Con l'obiettivo di descrivere in modo più corretto le allocazioni degli investitori reali, Shefrin e Statman (2000) hanno proposto una versione comportamentale della teoria del portafoglio. Questi autori hanno anche mostrato come i fondi di investimento vengano progettati in modo coerente con questa teoria comportamentale, ossia in modo coerente con gli obiettivi intuitivi e con le aspirazioni degli investitori reali, piuttosto che adeguarsi ai comandamenti della teoria della media-varianza proposta da Markowitz (1952). L'elemento basilare all'interno della teoria di portafoglio è la compresenza di diversi obiettivi e aspirazioni. Ad esempio nella versione semplificata del modello è possibile identificare due obiettivi principali: l'obiettivo di proteggersi contro possibili perdite, *down side protection*, e l'obiettivo di arricchirsi, *upside potential*.

Secondo Shefrin e Statman gli investitori desiderano costruire dei portafogli con più strati tra loro indipendenti. Ciascuno strato è costituito in modo da rispondere ad un preciso obiettivo di investimento e il passaggio da uno strato inferiore, meno rischioso, a uno superiore, più rischioso, avviene solo nel momento in cui il raggiungimento dell'obiettivo al livello inferiore

è stato garantito. Inoltre, gli investitori tendono a dare più importanza alla *down side protection* piuttosto che all'*upside potential*, ovvero al potenziale rischio di subire perdite piuttosto che alla possibilità di conseguire rendimenti superiori, investendo così la maggior parte del loro capitale in asset sicuri piuttosto che in asset rischiosi. Ciò conferisce al portafoglio stratificato di tipo comportamentale una particolare forma piramidale (fig. 2.1), dove gli strati inferiori e meno rischiosi pesano in modo più consistente sul totale del portafoglio.

Questo aspetto del portafoglio è coerente con il fatto che il primo obiettivo degli investitori è generalmente quello di evitare le perdite ingenti e non andare sotto rispetto alla somma inizialmente investita.

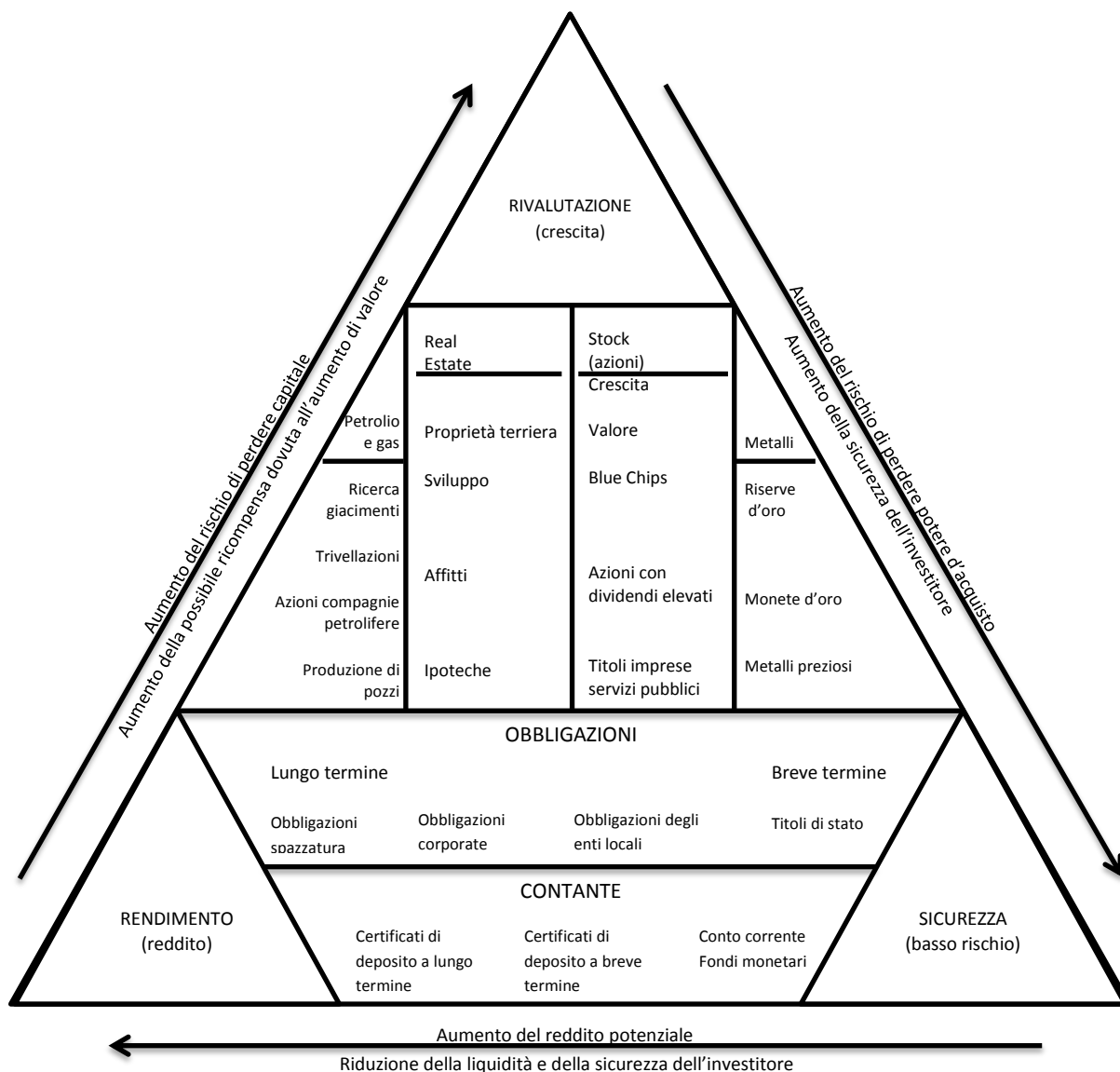


Figura 2.1 Schematizzazione della forma piramidale caratteristica del portafoglio comportamentale.

Fonte: Ferretti, Rumiati, Rubatelli, 2011.

L'obiettivo della *behavioral portfolio theory* è quello di rispondere a due importanti domande: la prima relativa al fatto per cui gli investitori siano portati a scegliere portafogli con un grado di diversificazione insufficiente, la seconda, che si ricollega alla precedente, è relativa al fatto per cui gli investitori tendono ad ignorare la covarianza tra i rendimenti dei diversi asset presenti nel loro portafoglio.

La teoria comportamentale perciò prevede la presenza di diversi strati tra loro sostanzialmente indipendenti che possono essere considerati come diversi conti mentali relativi a differenti scopi di investimento. Quindi, posto che si tratta di diversi conti mentali, gli investitori operano una diversificazione specifica a livello di singolo strato, non prendendo in

considerazione quello che avviene negli altri livelli della piramide. I diversi strati corrispondono ai bisogni dell'individuo: lo strato base deve garantire sicurezza quindi richiederà investimenti in strumenti molto conservativi. Negli strati intermedi prevale l'obiettivo di garantire una crescita del capitale e, perciò, si investirà in prodotti con migliori prospettive di rendimento e con un grado di rischio maggiore. Ultimi rimangono i bisogni meno essenziali ma tuttavia importanti per migliorare significativamente la propria condizione.

Emerge chiaramente che questo processo di investimento, in cui ogni strato è trattato separatamente, è in contrasto con la teoria del portafoglio di Markowitz, la quale prescrive che la selezione di ogni singolo investimento deve tenere conto della correlazione con tutto il portafoglio. La separazione tra i diversi strati della piramide è tanto netta da indurre lo stesso investitore ad avere una diversa propensione al rischio a seconda dell'obiettivo specifico associato ad un determinato livello della piramide.

Ad esempio, qualora l'investitore decidesse di allocare il denaro nello strato alla base della piramide, sarà avverso al rischio dal momento che il suo obiettivo è quello di evitare le perdite; viceversa, quando l'investitore deve decidere come allocare le risorse in uno strato più vicino al vertice della piramide, sarà più propenso al rischio in quanto il suo obiettivo è quello di riuscire a ottenere il miglior risultato possibile.

In questo processo di stratificazione, al fine di individuare i prodotti più adeguati a ciascuno strato della piramide gli investitori comportamentali si avvalgono di euristiche, in genere basate sul riconoscimento di etichette identificative. Tali etichette, associate a ciascuna tipologia di prodotto, permettono all'investitore di ridurre informazioni molto complesse a semplici categorie generali.

Il caso dell'*home bias* vede la distinzione tra domestico e straniero che non rappresenta in modo necessario una differenza qualitativa o tecnica delle diverse soluzioni possibili, ma una distinzione tra alternative familiari e non. L'etichetta "titolo straniero" influenza le percezioni degli investitori riguardo ai possibili risultati che si possono ottenere. Più precisamente, porta gli investitori a percepire una varianza maggiore rispetto a un titolo identico ma etichettato come "domestico". Ne consegue che il maggior rischio percepito in associazione con il titolo straniero induce l'investitore a non considerare tale titolo se il suo obiettivo è quello di evitare le perdite, ricorrendo così all'acquisto di titoli domestici favorendo conseguentemente il fenomeno dell'*home bias*.

Altro esempio nell'uso delle euristiche riguarda la distinzione tra obbligazioni e azioni, infatti un investitore potrebbe eliminare tutte le soluzioni in cui è presente l'etichetta "azioni" solo perché le ritiene non adatte agli obiettivi di *down protection*. Questo perché in generale egli sa che le azioni non hanno le caratteristiche desiderate per questo strato della piramide: sono più rischiose e possono portare a perdere parte del denaro inizialmente investito. Ciò avviene in quanto la selezione di asset da inserire in un particolare strato della piramide comincia con l'esclusione delle alternative la cui etichetta indica che non sono particolarmente adatte per lo scopo da perseguire.

Da quanto detto sino ad ora è evidente che ricorrendo alle teorie finanziarie tradizionali è difficile spiegare l'*home bias*, che invece appare coerente con una teoria comportamentale del portafoglio, dove l'investitore si ritrova a scegliere tra le varie alternative facendo ricorso ad euristiche di semplificazione prodotte dalle loro limitazioni cognitive.

2. Fattori che causano l'home bias

Dopo aver delineato il significato di *home bias*, in questo paragrafo si cercherà di delineare quali sono le motivazioni che ne favoriscono l'insorgere. Anche in questo caso si fa riferimento ad un'ampia letteratura economica che ha visto impegnati diversi autori nella ricerca di individuare tutte le motivazioni che portano ad avere portafogli poco diversificati o preferenza per beni domestici.

A tal riguardo si fa riferimento in particolar modo al lavoro svolto da Seren e Vanpée (2007) e al più recente di Sendi e Bellalah (2010).

Innanzitutto è possibile distinguere le cause all'origine del fenomeno in due categorie: spiegazioni di tipo economico e spiegazioni di tipo comportamentale. Le prime riguardano la possibilità di copertura contro i rischi interni quali quello d'inflazione e di cambio. Le spiegazioni di tipo comportamentale fanno invece riferimento ad aspetti di *governance* d'impresa, ma più in particolare ad asimmetrie informative e a specifiche caratteristiche riconducibili a *bias* cognitive quali ottimismo, familiarità, patriottismo e presunzione.

Oltretutto, si precisa che si cercherà di omettere i fattori strettamente riconducibili all'*home bias in trade*, quali quelli derivanti dal trasporto o dalle barriere tariffarie, mentre si farà comunque accenno a fattori legati alla natura culturale, alla presenza di valute e

regolamentazioni diverse, solo quando necessario per una migliore spiegazione dei fattori che determinano tale fenomeno in ambito finanziario.

2.1. Copertura dai rischi nazionali

Detenere attività domestiche fornisce una migliore copertura dai rischi specifici della nazione d'origine: è questa una prima motivazione alla base dell'origine dell'*home bias*, ciò è vero in quanto gli investimenti in attività domestiche seguono l'andamento del mercato interno.

I rischi specifici principali presenti in ogni nazione sono il rischio d'inflazione e di cambio.

La base per la comprensione delle fonti di rischio suddette è il riferimento alla teoria della parità del potere d'acquisto, PPA, la cui logica sottostante viene sintetizzata dalla legge del prezzo unico⁷, della quale la PPA costituisce una generalizzazione. La legge del prezzo unico afferma che in mercati competitivi, in assenza di costi di trasporto e di altre barriere commerciali, beni con caratteristiche uguali venduti in paesi differenti devono avere lo stesso prezzo una volta espresso in valuta comune. Ciò implica che se con un unità della valuta domestica fosse possibile acquistare una quantità maggiore del bene χ di quella che sarebbe acquistabile all'interno dell'economia nazionale, allora sarebbe profittevole acquistare χ all'estero e rivenderlo all'interno, lucrando sulla differenza tra i prezzi spuntati. Ciò è riconducibile ad un'operazione di arbitraggio perciò nel tempo ha come conseguenza la convergenza dei prezzi internazionali del bene in oggetto, che, espressi in una comune valuta, finiranno nel lungo termine per corrispondere. Da quanto detto consegue che nel breve periodo la parità dei prezzi d'acquisto non è sempre verificata, quindi non sempre il tasso di cambio effettivo eguaglia il valore teorico. La tendenza nel preferire investimenti domestici porta ad evitare il rischio di cambio, tipologia di rischio di mercato relativo alla possibilità che variazioni dei tassi portino ad una perdita del potere d'acquisto della moneta detenuta e alla conseguente perdita di valore dei crediti.

Uno studio condotto da Fidora, Fratzscher e Thiman (2007) riscontra che in 40 paesi su 120 paesi di destinazione, la volatilità del tasso di cambio spiega il 20 – 30% della variazione del livello dell'*equity home bias*.

⁷ La legge del prezzo unico afferma che, in assenza di barriere doganali e in un'economia con prezzi in grado di variare liberamente in funzione della domanda ed offerta, se i prezzi di uno stesso bene di due paesi diversi vengono confrontati riportandoli nei termini di una stessa valuta, allora quei prezzi, in equilibrio, dovranno uguagliarsi.

Il modello da essi impostato evidenzia come la volatilità del tasso di cambio reale produca un *home bias* più elevato per le attività in valuta locale con una volatilità inferiore dei rendimenti, ovvero presenta un *home bias* maggiore per le obbligazioni che per le azioni.

Il rischio collegato ad investimenti in valuta estera è in parte arginato dall'esistenza di recenti strumenti finanziari quali forward e future studiati proprio a copertura del rischio di cambio.

A livello di commercio internazionale di beni, la variazione del tasso di cambio rende più o meno conveniente l'acquisto di prodotti esteri. Infatti il deprezzamento della valuta domestica rende più costosi i beni prodotti dal paese estero per i residenti del paese domestico, innestando comportamenti affetti da *home bias*.

La mancata validità della PPA porta anche ad una variazione dei prezzi dei beni e conseguentemente ad una variazione del tasso d'inflazione. Questa deviazione dagli assunti di base di tale teoria crea incertezza circa i futuri tassi, portando così gli investitori a detenere dei portafogli azionari in modo da coprirsi dal rischio d'inflazione.

A questo punto diventa fondamentale per la letteratura economica provare empiricamente che i rendimenti azionari domestici e i tassi d'inflazione sono positivamente correlati, proprio perché tale strategia di tutela vale solo se questa correlazione è vera. Cooper e Kaplains (1994) e Sercu e Vanpee (2007), evidenziarono una debole correlazione tra tassi d'inflazione e rendimenti azionari per questo con difficoltà si può affermare che l'*home bias* sia dovuto dalla necessità di copertura del rischio d'inflazione.

A tal proposito si riporta un'analisi condotta da Leeb e Conrad (1994) che riporta una comparazione intertemporale tra un indice dei prezzi ed un indice borsistico effettuata sul mercato americano. Per quanto riguarda l'inflazione si è considerato l'indice dei prezzi al consumo (*Consumer Price Index*) e per valutare i rendimenti azionari si è considerato l'andamento del mercato borsistico statunitense negli ultimi settanta anni. Questo arco di tempo è stato suddiviso in quattro categorie, ognuna caratterizzata da un differente fase inflazionistica:

- A. deflazione: in media il CPI è sceso annualmente del 6,4%;
- B. prezzi stabili: in media il CPI è sceso annualmente del 0,2%;
- C. inflazione su livelli medi: il CPI è aumentato annualmente del 2,5%;
- D. inflazione in rapida crescita: il CPI è aumentato annualmente del 7%.

Ad ogni fase di inflazione è stato ricondotto un periodo temporale esplicito, nella seguente tabella sono esposti i risultati della ricerca:

Categoria	Periodo	Tasso di inflazione medio	Rendimenti borsistici nominali
A. Deflazione	1929-32	-6,4%	-21,2%
B. Prezzi stabili	1921-29	-1,3%	20,2%
	1934-40	1,0%	12,2%
	<i>Media</i>	-0,2%	16,2%
C. Livelli medi	1942-45	2,5%	26,1%
	1949-65	2,1%	17,5%
	1981-84	3,9%	16,8%
	1985-90	3,5%	20,3%
	<i>Media</i>	2,5%	20,1%
D. Rapida ascesa	1940-47	6,8%	12,3%
	1965-81	7,1%	6,4%
	<i>Media</i>	7,0%	9,4%

Tabella 2.1 *Relazione tra inflazione e rendimenti azionari.* Fonte: Leeb e Conrad, 1994.

L'unico periodo in cui si è registrata deflazione è l'arco temporale tra 1929-32, durante il quale si è verificato il più alto crollo nei prezzi ed il livello peggiore dei rendimenti borsistici. Considerando però che una tale fase di rapida discesa dei prezzi non si è più verificata, l'attenzione si sposta sugli effetti dell'inflazione in forte ascesa: l'indice di borsa fa registrare rendimenti minimi durante i periodi di decisa crescita dei prezzi, a fronte degli ottimi risultati ottenuti con un'inflazione su livelli medi. Si può notare come in una prima fase di un ciclo inflazionistico le azioni registrano un andamento positivo, e come al raggiungimento della soglia del 4% i rendimenti iniziano a contrarsi. Questo avvalorava l'affermazione dei precedenti autori Cooper e Kaplains e Sercu e Vanpee nel sostenere che i rendimenti azionari non sempre garantiscono una difesa dall'inflazione. Bensì investimenti diretti negli immobili e *commodities* conducono a una maggiore tutela verso l'inflazione.

2.2. Costi di acquisizione delle informazioni

I costi di acquisizione delle informazioni sono un'altra causa attribuita al fenomeno dell'*home bias*. Nei mercati finanziari, esisterebbero costi di acquisizione delle informazioni più elevati per i titoli stranieri rispetto a quelli nazionali. Questa affermazione, sostenuta da diversi

autori, trova però pareri discordanti, per altri autori infatti non risulta fondata poiché ritengono che, in realtà, tali difficoltà sono più contenute di quanto possa sembrare. D'altra parte, la continua la ricerca da parte degli investitori di set informativi comparativamente superiori rispetto a quanto mediamente disponibili, spingerebbe questi ultimi a concentrarsi e specializzarsi su titoli di cui si dispone già di maggiori informazioni.

Black (1974), per il mercato dei capitali, individuò una serie di tasse ampiamente definite e rappresentabili in rischio di espropriazione delle partecipazioni straniere, dirette al controllo sui capitali in entrata o in uscita, requisiti di riserva sui depositi bancari e restrizioni sulle frazioni di una società detenuta da stranieri. Secondo Black sarebbero queste a portare ad un portafoglio poco diversificato a favore degli investimenti stranieri.

Stulz (1981), Errunza e Losq (1985) osservarono invece che, se un tempo il fenomeno dell'*home bias* poteva essere imputato a costi applicati dai governi con l'obiettivo stesso di impedire la fuga dei capitali all'estero, dai primi anni Novanta a seguito dell'avvio di processi di liberalizzazione soprattutto in campo finanziario, la persistenza dell'*home bias* non è più strettamente imputabile a queste tipologie di barriere. A tutt'oggi si riscontra infatti una grande apertura verso gli investitori esteri specialmente da parte dei paesi in via di sviluppo.

2.3. Asimmetrie informative

Le asimmetrie informative sono da considerarsi come uno dei fattori che portano gli individui a possedere dei portafogli sbilanciati e quindi motivo che, soprattutto in ambito finanziario, contribuisce a causare il fenomeno dell'*home bias*. Per asimmetria informativa è da intendersi una condizione in cui un'informazione non è integralmente condivisa tra gli individui facenti parte del processo economico, per cui una parte degli agenti interessati ha maggiori informazioni rispetto al resto dei partecipanti e può trarre un vantaggio da questa situazione. Infatti, in presenza di informazioni differenti, gli investitori avversi al rischio preferiscono titoli sui quali hanno accesso a migliori informazioni in modo più agevole e sono i titoli nazionali che generalmente consentono ciò.

In particolare si ha che l'asimmetria informativa favorisce gli investitori locali a discapito di quelli esteri, i quali non saranno in grado di effettuare, in modo ottimale, le previsioni sui rendimenti attesi dei titoli locali, a differenza della migliore precisione che avranno gli investitori domestici.

Brennan e Cao (1997), a questo proposito, indagarono sulle aspettative di un gruppo di investitori tedeschi e uno di americani, relativamente al rendimento futuro dei titoli scambiati in Germania e negli Stati Uniti. Dall'indagine ne emerse che gli americani si considerano più competenti nel prevedere il rendimento futuro dei titoli americani piuttosto che quello dei titoli tedeschi, al contrario i tedeschi si sentono maggiormente competenti circa gli scambi di titoli tedeschi piuttosto che di quelli americani.

Lo stesso andamento dei dati è stato riscontrato chiedendo inoltre alle persone di valutare gli indici del mercato finanziario tedesco e americano, piuttosto che i singoli titoli. In questo caso si osserva una capacità di previsione più contenuta, tuttavia come per il caso precedente entrambi i gruppi si sentono più competenti riguardo al mercato domestico e si attendono un risultato migliore da questo piuttosto che da quello straniero. La diretta conseguenza di questa scarsa precisione nelle previsioni riguardanti i mercati esteri, la si avrà nell'aumento del rischio circa il possesso di titoli esteri, i quali saranno sotto pesati nei portafogli degli investitori domestici.

Al fine di verificare se gli investitori domestici riescono a conseguire un effettivo vantaggio dal detenere informazioni migliori riguardo il mercato su cui operano rispetto agli investitori stranieri, sono stati svolti diversi studi sui rendimenti da parte di diversi autori.

Choe, Kho e Stulz (2005) in riferimento al mercato coreano e Hau (2001) al mercato tedesco, evidenziano che gli investitori domestici sono in grado di realizzare maggiori profitti rispetto a quelli degli investitori stranieri. Per questi autori esiste quindi un'asimmetria informativa a discapito degli investitori stranieri. Ad una diversa conclusione arrivano invece gli autori Grinblatt e Keloharju (2000) in riferimento al mercato finlandese e Huang e Shiu (2006) al mercato thailandese, questi osservano che gli investitori stranieri, spesso rappresentati da professionisti di fondi di investimento o di società bancarie, ottengono performance migliori rispetto agli investitori domestici. Le due ricerche dimostrano che esistono casi in cui gli investitori stranieri sono in grado di raggiungere migliori performance, tuttavia è da sottolineare che in questi casi i soggetti investitori sono rappresentati da professionisti e di conseguenza più esperti di un investitore individuale.

Chan (2007) e Sercu e Vanpée (2007) hanno invece individuato una distorsione derivante dalla dimensione, questi hanno evidenziato che il Pil o il numero di società quotato in borsa influenza significativamente le partecipazioni derivanti da portafogli esteri. Ciò è spiegato dal fatto che le informazioni sulle grandi economie e dei mercati azionari sono più diffuse di

quanto lo siano le informazioni dei mercati di piccole dimensioni. Inoltre, Porter e Rey (2005) ponendo la loro attenzione sui flussi di capitale internazionale, individuano come la distanza fisica accresca le asimmetrie informative. Coval e Moskowitz (1999) studiando il comportamento dei gestori di fondi comuni di investimento negli Stati Uniti, rilevano una forte preferenza verso le imprese vicino alle loro sedi. La presenza di asimmetrie informative per queste imprese sembrerebbe spingere verso investimenti geograficamente circoscritti. Questa tendenza ad investire in aziende vicine geograficamente evidenzia una fattispecie di *home bias* più acuta denominata *local home bias*.

Le differenze culturali come parlare una lingua diversa o una religione diversa può influenzare altrettanto le scelte di portafoglio a livello internazionale e costituire altra fonte di asimmetria informativa: costi di informazione possono, infatti, aversi per la traduzione e l'adattamento alle diverse abitudini culturali o religiose. Inoltre, tali fattori vengono presi in considerazione anche nel momento di una decisione di *merger and acquisition*. Infatti i progetti di maggior successo risultano essere quelli che presentano la maggior distorsione locale (Grote e Umber, 2006).

Differenze culturali, quali il parlare una lingua diversa o professare una religione diversa, possono influenzare le scelte di commercializzazione e le scelte di portafoglio internazionale, in quanto ne conseguiranno una serie di costi da sostenere come quelli per la traduzione o di adattamento alle diverse abitudini culturali.

In generale, questa asimmetria informativa può essere generata sia da problemi di costo di reperimento delle informazioni, sia da problemi di interpretazione dei bilanci e delle notizie societarie straniere, aspetto trattato nel successivo paragrafo.

Una critica avanzata all'asimmetria informativa, intesa come causa dell'*home bias*, riguarda l'ipotesi di immobilità delle informazioni, la quale sostiene che l'asimmetria informativa dovrebbe scomparire quando l'informazione è negoziabile. Van Nieuwerburgh e Vedkamp (2008) dimostrarono, a tal proposito, che anche un vantaggio informativo piccolo risulta sufficiente per creare una distorsione nella composizione dei portafogli. Questo perché un vantaggio informativo per quanto limitato rende le risorse locali meno rischiose rispetto alle attività estere. Perciò, l'investitore locale deterrà maggiori asset domestici rispetto ad un investitore esterno. Conseguentemente l'investitore che deterrà tale quantità di asset cercherà di apprendere più informazioni possibili riguardo agli asset che possiede, fino ad arrivare ad una saturazione del sapere. In tal modo il limitato vantaggio informativo iniziale, viene

ingrandito e immobilizzato dato che l'investitore cercherà di preservare la conoscenza a suo favore aumentandone così il vantaggio e quindi l'asimmetria informativa.

2.4. Corporate Governance

Recenti studi tra cui quelli di Pagano (2000) e Ahearen (2001), hanno suggerito che anche la *corporate governance*, la trasparenza a livello aziendale e il rischio politico del paese può anch'esso essere causa di polarizzazione degli investimenti.

Khurana e Michas (2011) condussero studio circa i livelli di *home bias* negli Stati Uniti prima e dopo il passaggio ad un sistema contabile unico durante il periodo 2003-2007. Lo studio coinvolse 85 Paesi, di cui 33 adottarono il sistema IFRS durante 2003-2007, 30 continuarono ad aver l'obbligo di informativa secondo quanto previsto localmente fino al 2007, e 22 dei quali ricevettero l'obbligo prima del 2003. Ne emerse che negli Stati Uniti il livello di *home bias* era inferiore per i paesi che adottarono il sistema IFRS.

È attraverso l'adozione e l'applicazione di principi contabili internazionali che le barriere informative derivanti dalle differenze nei principi contabili utilizzati possono essere appianate il loro fine ultimo, infatti, è proprio quello di garantire un elevato livello di trasparenza e di comparabilità dell'informativa.

Per un investitore domestico valutare contratti o performance di società straniere, che si basano su principi contabili differenti, porta a commettere degli errori di valutazione. Il grado stesso del livello di una scorretta valutazione dipende dalle differenze tra i principi contabili domestici e stranieri, conseguentemente ci si attende che la quotazione delle imprese straniere nella borsa domestica diminuisca all'aumentare della significatività del livello di errore valutativo. Per questo motivo le imprese sono portate a quotarsi nelle borse dei paesi che hanno i principi contabili più simili ai loro.

Stulz (2005) ritiene che una possibile causa dell'*home bias* derivi da un doppio problema di agenzia. Egli individua, da un lato, un problema di agenzia di *corporate insider discretion*, il che indica che gli investitori interni possono estrarre benefici privati, che non verranno condivisi con gli investitori esteri. Spesso succede che il concetto di *corporate governance* viene ricollegato all'insieme delle regole attraverso le quali gli investitori si proteggono contro il rischio di espropriazione da parte di chi governa l'impresa che, a seconda dei casi, può essere l'azionista di maggioranza o il management. A questo proposito la soluzione più

efficace per ovviare a questo problema è quello di redigere una serie di contratti che definiscono il rapporto tra le parti coinvolte. La struttura ottima di *corporate governance* risulterebbe quella che riesce a definire un set di contratti tale da minimizzare, nei limiti del possibile, i costi di agenzia. Esempio di tali contratti può essere rappresentato dalla stipula di patti parasociali, concepiti da un lato come strumento di controllo dall'altro come contratti a tutela della minoranza. Altro esempio riguarda la separazione delle cariche di amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione, in quanto l'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di un singolo individuo favorisce il manifestarsi di comportamenti opportunistici, lesivi degli interessi della minoranza.

Dall'altra parte, vi è il problema derivante dal ruolo dello Stato, che sfruttando la propria posizione può creare regolamenti e tassazioni in grado di disincentivare gli investimenti esteri. Ne è esempio il rischio derivante da una doppia tassazione dei redditi internazionali, cioè una doppia tassazione⁸ su quei redditi percepiti dai risparmiatori che effettuano investimenti di portafoglio in paesi diversi da quello di residenza. Perciò prima di effettuare un investimento all'estero è necessario tener conto del carico tributario, il quale dipenderà da:

- I. trattamento accordato dal paese di residenza del percettore di reddito,
- II. trattamento accordato dal paese fonte del reddito,
- III. esistenza di convenzioni bilaterali.

A ciò, ad ostacolare gli investimenti esteri, possono poi aggiungersi gli iter burocratici lunghi o legislazioni non chiare e stabili.

2.5. Cause Behavioral-based

Il fenomeno dell'*home bias* oltre a trovare una spiegazione in logiche che posano sulla razionalità degli individui, vedono la loro origine anche in distorsioni prodotte durante il processo decisionale. Grazie alle ricerche in ambito cognitivo che hanno portato allo sviluppo della finanza comportamentale e della *prospect theory* è possibile così approfondire la natura

⁸ I flussi di reddito internazionali possono infatti essere soggetti a tassazione sulla base di due principi: il principio della residenza ed il principio della fonte. Secondo il principio della residenza, il reddito da capitale è tassato dal paese di residenza del percettore, indipendentemente dal fatto che sia prodotto all'interno o all'esterno. Mentre con il principio della fonte, il debito di imposta, a parità di reddito, dipende dalla struttura impositiva del paese nel quale il reddito stesso è prodotto. Attualmente questi due principi non vengono applicati nella loro forma pura, ma si sovrappongono, poiché ciascun paese vuole tassare i redditi prodotti al suo interno anche dai non residenti e vuole tassare anche i redditi prodotti all'estero dai suoi residenti.

dell'*home bias* anche in questa direzione. Numerose ricerche hanno constatato la presenza di modelli comportamentali in cui gli investitori nazionali considerano i mercati esteri come più rischiosi di quello che in realtà sono e ciò per il solo fatto di essere classificati come stranieri. Le motivazioni sottostanti a questa distorsione sono da imputare alla maggiore familiarità che gli investitori hanno per i titoli scambiati nelle borse domestiche piuttosto che in quelle straniere.

Grinblatt e Keloharju (2001) hanno constatato, in uno studio sul mercato finlandese, che gli investitori domestici preferivano attività controllate da manager finlandesi, andando così ad affermare una preferenza per le aziende nazionali in quanto ritenute più familiari.

L'impatto della familiarità dipende anche dal grado di informazione dell'investitore, infatti, gli investitori più consapevoli risentono in maniera minore di questo *bias*. Ovvero, dato che la scelta di investimento risulta guidata dalla disponibilità di informazione, la familiarità diventa il sostituto per coloro che dispongono di un livello di informazione minore.

La familiarità inoltre alimenta a sua volta l'*overconfidence*, portando l'individuo a ritenersi altamente competente e quindi a sottostimare i rischi delle proprie scelte portando alla formulazione di scelte distorte.

L'*overconfidence*, come già detto, è un tipo di errore che riguarda il grado cognitivo relativo alle proprie abilità e la consapevolezza dei propri limiti, il che conduce ad un'eccessiva fiducia nei propri mezzi e ad una sopravvalutazione di sé. Un manager eccessivamente 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 divergono dal suo pensiero.

Altra distorsione indotta dalla familiarità è l'eccessivo ottimismo verso i titoli domestici, dato dal credere di conoscerli meglio e di avere più informazioni a disposizione per valutarne il rendimento futuro.

Diversi studi condotti da autori come Kilka e Weber (1999) dimostrano proprio quanto appena detto: gli individui mostrano irrazionalmente un atteggiamento più ottimista con riferimento all'andamento dei mercati domestici rispetto a quelli esteri.

Puri e Robinson (2007) condussero uno studio che li portò a suddividere tra persone moderatamente ottimiste, che sembrano mettere in atto comportamenti prudenti e virtuosi, e persone estremamente ottimiste, che sembrano mettere in atto comportamenti poco prudenti. In particolare, quest'ultima categoria, sembra fare pianificazioni basate su orizzonti temporali brevi e sono meno propense a pensare che il risparmio sia un comportamento virtuoso.

L'ottimismo estremo secondo gli autori è paragonabile all'eccessiva sicurezza, uno degli errori maggiormente commessi dagli investitori.

Altre spiegazioni al fenomeno dell'*home bias* sono riconducibili all'effetto *framing* nelle decisioni di investimento, che si può verificare quando le decisioni di un manager sono vulnerabili e vengono facilmente influenzate dal modo in cui la descrizione del compito decisionale viene rappresentato.

Morse e Shive (2006) sostengono invece che il patriottismo fa sì che gli investitori concentrino le loro quote azionarie nel mercato domestico. Utilizzando un campione di 53 Paesi, trovarono che il livello di patriottismo è significativamente correlato al livello di *home bias*, anche dopo aver controllato per il capitale investito i benefici da diversificazione, i vantaggi informativi e la familiarità.

3. Fattori che frenano l'home bias

Finora sono state riportate le cause dell'*home bias*, queste risultano molteplici e suddivise a seconda del contesto preso in considerazione tra spiegazioni di tipo economico e spiegazioni di tipo comportamentale. I primi due fattori riportati riguardano aspetti macroeconomici come, la possibilità di copertura contro i rischi d'inflazione e di cambio. Mentre gli altri fattori riconducibili alla fattispecie comportamentale si concentrano sulle asimmetrie informative, su aspetti di *governance* a livello di impresa e su specifiche caratteristiche come la familiarità, la presunzione e l'effetto *framing*.

Tra i fattori che hanno, e continuano, maggiormente a incidere sui livelli di *home bias* diminuendoli vi sono: l'avvento della globalizzazione e del libero scambio, i cambiamenti tecnologici e la crescita dei mercati emergenti. Questi fattori rappresentano la stessa volontà dei Paesi a perseguire un'integrazione economica e finanziaria a livello globale, delle economie e delle società.

In particolare il processo di liberalizzazione finanziaria ha preso forma attraverso:

- I. liberalizzazione dei tassi di interesse, a lungo mantenuti artificialmente bassi e tali da disincentivare l'attività di risparmio;

- II. abolizione dei sistemi di cambi multipli, la cui esistenza presupponeva varie forme di controllo sull'operatività dei mercati valutari, che rendevano parzialmente inconvertibili le valute;
- III. adozione di misure per favorire lo sviluppo del commercio internazionale e l'afflusso di capitali esteri, soprattutto per quanto concerne gli investimenti diretti;
- IV. unione economica e monetaria, mercato unico con una moneta e una politica monetaria comune;
- V. armonizzazione delle politiche di bilancio e delle altre politiche economiche e fiscali.

Inoltre le innovazioni tecnologiche hanno attenuato le asimmetrie informative rendendo più agevole l'accesso alle informazioni. La comparsa del web nel panorama sociale ed economico ha dato la possibilità ai consumatori di accedere a un numero crescente di informazioni sia sulle alternative che sulle opportunità d'investimento, in questo modo i mercati e le transazioni sono divenute più trasparenti.

Attualmente il livello di integrazione maggiore è stato raggiunto nell'Unione Europea e la sua zona euro.

Questi fattori vanno ad arginare le cause collegate in particolar modo ad aspetti di tipo economico.

Per quanto riguarda le cause *behavioral-based* il processo di correzione degli errori comportamentali è noto come *debiasing*. Si tratta di un insieme di procedure che possono essere poste in essere al fine di ridurre, se non eliminare, gli effetti indesiderati dei *bias* o delle euristiche decisionali ad essi connessi e questo è un primo passo verso la correzione, è poi fondamentale spiegare all'individuo la natura dell'errore e le sue cause. Tali procedure di *debiasing* sono difficili da eseguire ed è spesso necessario l'intervento di un esterno come ad esempio un consulente finanziario. Per questo la letteratura recente sembra non fornire spiegazioni esaurienti alla loro correzione, limitandosi semplicemente a descriverne le cause scatenanti.

A scopo riassuntivo e per un'immediata comprensione di come ogni causa agisce sul fenomeno, si presenta la seguente tabella che evidenzia per le singole cause il problema che si instaura.

FATTORI ECONOMICI		FATTORI COMPORAMENTALI	
CAUSA	PROBLEMA	CAUSA	PROBLEMA
Rischio di cambio	Variazione del potere d'acquisto della moneta.	Asimmetrie informative	Preferenza per investimenti a cui si ha facilmente accesso a informazioni. Investitori domestici sono effettivamente in grado di ottenere rendimenti maggiori.
Rischio d'inflazione	Esistenza di una relazione tra inflazione e rendimenti azionari.	Corporate governance	Differenze nei principi contabili utilizzati. Relazione positiva tra governance societaria, trasparenza aziendale e investimenti esteri.
Costi di acquisizione informazioni	Difficoltà di acquisire e comprendere informazioni dai mercati stranieri.	Behavioral based	Le persone ritengono di conoscere meglio ciò che è consueto e familiare. Euristiche decisionali.

Tabella 2.2 Cause e problemi all'origine dell'home bias.

CAPITOLO III

MISURAZIONE DELL'HOME BIAS

1. Metodi di misurazione

Nonostante le politiche volte a ridurre gli effetti dell'*home bias* la sua dimensione resta rilevante. Per comprendere effettivamente le dimensioni del fenomeno, dalla recente letteratura, sono state individuate delle modalità di misurazione e di confronto che permettano una possibile comparazione dei dati in diversi periodi storici.

In proposito Delgado (2006) ha proposto due benchmark di riferimento al fine di misurare il fenomeno dell'*home bias* e consentirne una comparazione tra paesi diversi: il *frictionless economy benchmark* e l'*integrated economy benchmark*.

Bisogna tener presente che in alcuni casi l'utilizzo di taluni indicatori può portare a conclusioni errate, ad esempio, se, relativamente ai consumi, la Germania risulta consumare l'85% dei prodotti domestici mentre il Portogallo l'82% questo non significa necessariamente che la Germania è maggiormente affetta da *home bias* rispetto al Portogallo, ciò in quanto è indispensabile ponderare il valore del commercio interno in base al peso della rispettiva economia sul totale dei paesi considerati. Per questo caso è possibile prendere in considerazione i paesi aderenti all'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), per cui risulta che la Germania produce 8% dei beni e servizi su totale dei paesi OCSE, mentre la produzione del Portogallo risulta inferiore all'1%.

Nel corso di questo capitolo verranno quindi esposti i suddetti benchmark e si tenterà di valutare l'attuale grado di *home bias*.

1.1. Frictionless economy benchmark

Nella determinazione dell'*home bias* nel mercato finanziario possiamo sostenere che un paese non soffrirà di *home bias* se la quota di ricchezza finanziaria investita internamente è pari alla quota di capitalizzazione di mercato del medesimo paese sul totale capitalizzazione mondiale. Perciò si deve determinare il *frictionless economy benchmark* per ogni paese, ovvero la quota di capitalizzazione di mercato del paese *i-esimo* sul valore totale della capitalizzazione di

mercato dei paesi presi in considerazione. Una volta calcolato si deve quantificare quanto la percentuale di *internal investment* si discosta da questo parametro, determinando così l'*home bias*. Si precisa che Balta e Delgado (2009) indicano come investimenti interni la differenza tra la capitalizzazione domestica di mercato e la parte di quest'ultima posseduta da investitori stranieri.

$$\text{FRICTIONLESS BENCHMARK}_i = \frac{\text{Market capitalization}_i}{\text{Total OECD Market Capitalization}}$$

$$\text{HB in EQUITY} = \% \text{ Internal investment}_i - \text{Frictionless Benchmark}_i$$

Se il valore dell'*home bias in equity* è uguale a zero, significa che il paese ha raggiunto il massimo livello di integrazione possibile ossia il portafoglio è diversificato in modo ottimale secondo il CAPM, al contrario l'approssimarsi del valore a cento evidenzia una tendenza del paese stesso nel preferire investimenti in attività domestiche.

Un limite di cui soffre il *frictionless economy benchmark* deriva dal fatto di non dare importanza al ruolo della distanza tra i paesi. Infatti, la distanza porta con se costi, asimmetrie informative, o differenze culturali che influiscono sul livello di *home bias*. Tuttavia in certi casi essa non è così rilevante, infatti si può colmare questa mancanza attraverso la creazione di aggregazioni di paesi in base alla loro vicinanza quindi, ad esempio: paesi Europei, paesi del Nord America, Centro e Sud America, paesi emergenti dell'Asia o l'aggregazione Nuova Zelanda e Australia.

1.2. Integrated economy benchmark

Il secondo benchmark, l'*integrated economy benchmark*, cerca di superare il limite del precedente dando importanza alla distanza che intercorre tra i paesi e alle rispettive dimensioni economiche. Con questa misurazione l'*home bias*, genericamente, viene interpretata come l'eccesso di commercio interno ad un paese rispetto al commercio che lo stesso avrebbe con un paese di dimensioni economiche, in termini di Pil, e geografiche simili. Quindi, secondo gli autori, sulla base di queste stime si può costruire un paese immaginario,

determinando la quantità ottimale di scambio tra il paese e l'immaginario paese partner, più precisamente, tale quantità equivarrebbe a quella ottima in assenza di *home bias*.

Più in particolare la stima dell'*home bias* per il sistema finanziario parte dal presupposto secondo cui un paese non è affetto da *home bias* se gli investimenti in attività domestiche uguagliano gli investimenti in attività estere che lo stesso avrebbe con un paese di simile dimensione economica e geografica. Si prosegue con la stima di quanto un paese dovrebbe investire in un partner ad esso simile e questo ammontare dovrebbe uguagliare gli investimenti in attività domestiche per il totale degli investimenti nazionali dei paesi considerati:

$$\text{INTEGRATED ECONOMY BENCHMARK in EQUITY HOLDING} = \frac{\text{Estimated Holding of Domestic Equity (no home bias)}}{\text{Total Domestic Equity Investment}}$$

Infine, confrontando il benchmark suddetto con gli investimenti stimati in attività domestiche otteniamo il livello di *home bias in equity* pari alla deviazione tra i due valori. Più il livello di *home bias* si avvicina a zero, più il paese sarà prossimo al raggiungimento della massima integrazione possibile, ovvero il portafoglio sarà diversificato in modo ottimale secondo il CAPM, al contrario l'avvicinarsi del valore a cento evidenzia una tendenza del paese stesso nel preferire investimenti in attività domestiche.

I due indicatori differiscono tra loro principalmente nella praticità della loro determinazione, il *frictionless economy benchmark* viene calcolato su valori reali, senza ricorrere a stime come nel caso dell'*integrated economy benchmark*, che però supera il limite derivante dalla considerazione della distanza.

2. Home bias nei paesi OCSE

Con l'obiettivo di comprendere al meglio l'utilizzo degli indicatori precedentemente descritti nel calcolo dell'*home bias* e qual è l'andamento di tale fenomeno a livello macroeconomico, utilizzando una ricerca svolta da Balta e Delgado (2009) nel seguente paragrafo si procede ad un'analisi dei dati sull'*home bias* degli ultimi dieci anni.

Ricordando che, l'*home bias* nei mercati finanziari riflette l'eccesso di investimenti in capitali domestici rispetto allo stesso livello di investimenti domestici in assenza del fenomeno, verranno descritti, in un primo momento, i dati utilizzati e le loro fonti. Successivamente, verranno riportati ed analizzati i dati quantitativi che ne riflettono l'ampiezza secondo le due formulazioni per il periodo 2000 – 2004. Infine, per i mercati finanziari, verranno riportati i dati più recenti sui livelli di *home bias* ottenuti mediante l'utilizzo del solo *frictionless economy benchmark*.

2.1. I dati

L'analisi è stata limitata ai paesi dell'OCSE poiché costituiscono un insieme relativamente omogeneo per struttura economica e modelli finanziari.

I dati relativi agli investimenti oltre confine sono stati ottenuti da *survey* sugli investimenti di portafoglio del FMI (Fondo Monetario Internazionale) e dagli archivi dati sul mercato delle capitalizzazioni dell'Eurostat. Dal CPIS (*Coordinated Portfolio Investment Survey*) sono stati presi i dati relativi al 1997, 2000-2004 per ciascun paese partecipante, nonché i dati più recenti relativi al 2005, 2007, 2010.

Per alcuni paesi, quali Lussemburgo e Irlanda, i dati CPIS possono non essere considerati del tutto esatti in quanto alcuni di essi potrebbero non aver fornito report accurati tali da permettere la tracciabilità esatta dell'investitore finale e per questo sono stati esclusi dal campione in quanto ciò non consente di determinare la quantità di investimenti che permangono nel paese e il volume che viene reindirizzato verso paesi terzi. Per quanto riguarda i Paesi Bassi e il Portogallo sono stati esclusi per la mancanza di dati sulla capitalizzazione interna di mercato, esclusi sono stati anche l'Islanda, la Corea, la Nuova Zelanda, il Messico e la Turchia per mancanza di dati.

Il valore degli investimenti nazionali è determinato come differenza tra capitalizzazione interna di mercato e valore della partecipazione detenuta dagli investitori stranieri. Al fine di costruire l'*integrated economy benchmark* è stata stimata una semplice equazione gravitazionale (appendice A) e sono stati utilizzati i dati relativi al PIL dal database del FMI, nonché i dati sulle distanze tra paesi, sulle lingue e sui confini dal database CEPII.

2.2. Home Bias in equity

	2001			2003			2004		
	Domestic equity in domestic investment	Frictionless Economy	Integrated Economy	Domestic equity in domestic investment	Frictionless Economy	Integrated Economy	Domestic equity in domestic investment	Frictionless Economy	Integrated Economy
Australia	84	82	84	84	82	84	87	84	87
Austria	40	40	40	41	41	40	44	43	43
Belgio	53	52	53	40	40	40	46	45	45
Canada	71	68	71	74	70	74	77	73	77
Svizzera	68	65	68	65	62	65	67	64	67
Repub. Ceca	92	92	92	90	90	90	89	89	89
Germania	69	65	66	53	49	46	55	51	47
Danimarca	64	63	64	59	59	59	63	62	63
Spagna	87	85	87	85	82	84	85	82	84
Finlandia	79	78	79	58	58	58	59	58	59
Francia	82	77	81	67	62	64	67	62	64
Regno Unito	76	67	75	67	58	65	68	59	65
Grecia	98	98	98	95	95	95	94	94	94
Ungheria	96	96	96	96	96	96	91	91	91
Italia	68	65	67	54	52	52	56	53	53
Giappone	92	81	83	88	78	78	89	78	79
Norvegia	56	56	56	42	42	42	46	45	46
Polonia	99	99	99	99	99	99	98	98	98
Svezia	64	63	64	51	50	51	55	54	55
Repub. Slovacca	99	99	99	85	85	85	98	98	98
Stati Uniti	91	37	86	87	34	81	87	36	81
EU 15 area	89	64		83	58		85	59	-
EU 15 (av)	75	70	74	64	59	61	65	60	62
OCSE (av)	84	52	79	80	49	74	80	51	74

Tabella 3.1 Livelli home bias per il mercato finanziario calcolati secondo i due diversi indicatori.

Fonte: Balta e Delgado, 2009.

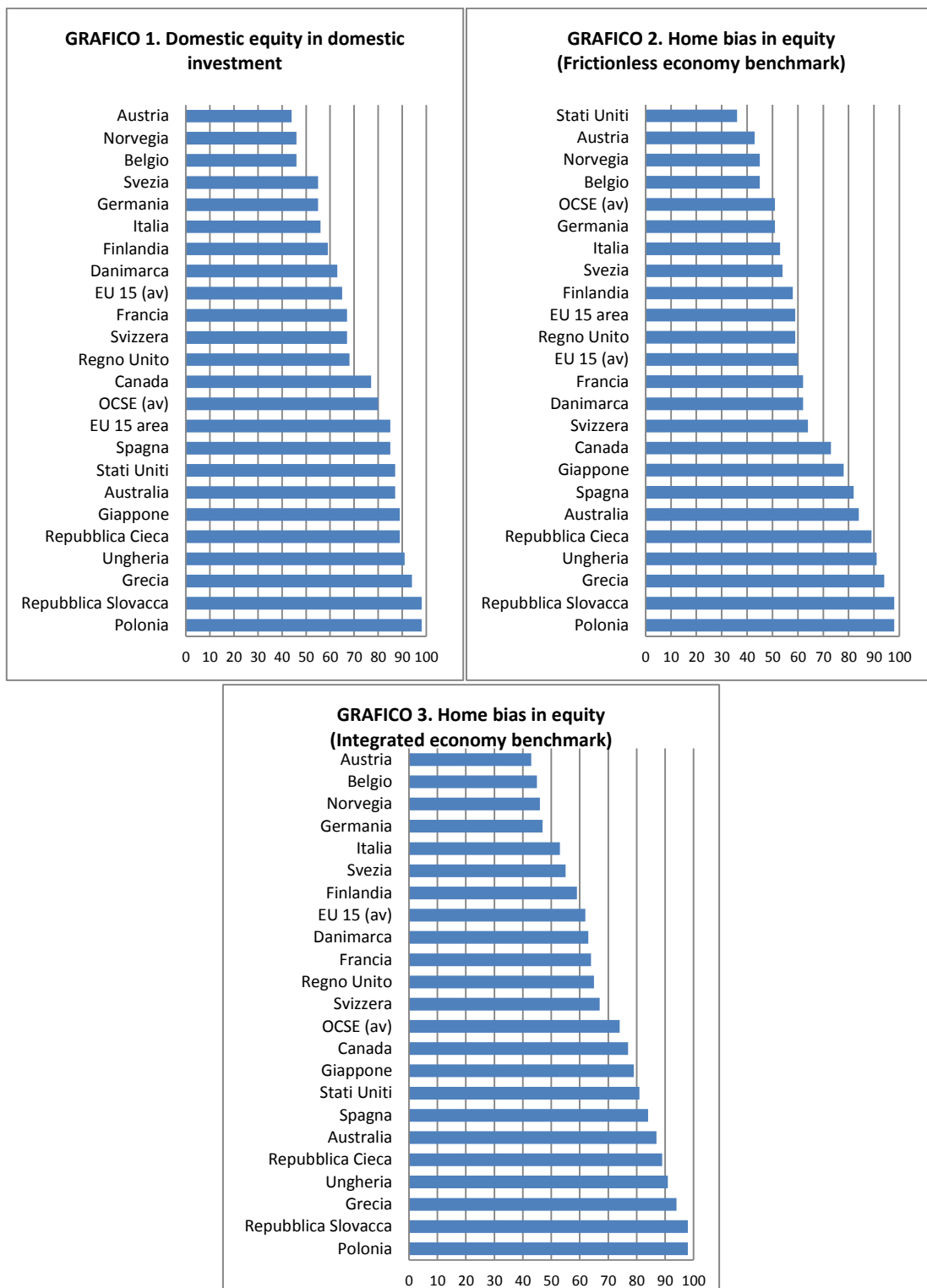


Figura 3.1 Livelli home bias per il mercato finanziario (2003). Fonte: Balta e Delgado, 2009.

Gli investitori appartenenti ai paesi europei mostrano una sostanziale preferenza nell'impiegare le proprie risorse proprio nel mercato europeo: circa l'80% del loro patrimonio

netto è infatti investito nell'UE15, quota che risulta di poco inferiore a quella degli investimenti americani nel loro stesso mercato.

In particolare, mediamente i paesi UE15 investono circa il 65% della propria ricchezza nel proprio mercato nazionale, il 18% in altri paesi dell'UE15 e il 17% in altri paesi OCSE. Si riscontra però che, gli investimenti nazionali sono inferiori rispetto a quelli effettuati da altri paesi OCSE, i quali investono sul mercato interno circa l'80% della loro ricchezza. (Fig. 3.1, Grafico 1).

Ricordando che l'*home bias* è determinata come differenza tra la percentuale di investimenti interni e il *frictionless economy benchmark*, prendiamo ora in considerazione l'*home bias* calcolata secondo quest'ultimo indicatore (Fig. 3.1, Grafico 2), ancora una volta, la capitalizzazione di mercato dei paesi dell'UE15 risulta di dimensioni ridotte rispetto alla capitalizzazione totale del mercato OCSE, il cui grado di *home bias* appare infatti più elevato. Gli Stati Uniti, anche se investono di più internamente rispetto ai paesi dell'UE, appaiono meno soggetti ad *home bias* rispetto ad un paese UE dal momento che rappresenta la metà del totale della capitalizzazione di mercato OCSE. L'*home bias* nell'UE15, considerata nel suo complesso, è di circa il 58%.

Utilizzando l'*integrated economy benchmark* la situazione, per i paesi dell'UE15, non cambia di molto (Fig. 3.1, Grafico 3); ciò non succede agli Stati Uniti, che appaiono maggiormente affetti da *home bias* rispetto alla media dei paesi dell'Unione europea.

La situazione all'interno dell'UE appare piuttosto eterogenea: le partecipazioni sul mercato nazionale variano in un range compreso tra il 43% dell'Austria al 91% della Grecia. Austria, Belgio, Italia, Svezia e Germania risultano non investire molto nel proprio mercato nazionale, contrariamente da Grecia e Spagna che impiegano le loro ricchezze in modo pesante nel proprio mercato nazionale.

	2001		2003		2004		2005		2007		2010	
	domestic securities holding/ domestic equity portfolio	Home bias	domestic securities holding/ domestic equity portfolio	Home bias	domestic securities holding/ domestic equity portfolio	Home bias	domestic securities holding/ domestic equity portfolio	Home bias	domestic securities holding/ domestic equity portfolio	Home bias	domestic securities holding/ domestic equity portfolio	Home bias
Australia	84	82	84	82	87	84	83,6	81,7	79,19	76,82	80,7	76,8
Austria	40	40	41	41	44	43	58,5	58,2	60,7	60,28	-	-
Belgio	53	52	40	40	46	45	49,8	49,1	42,96	42,26	-	-
Canada	71	68	74	70	77	73	76,6	73	75,33	71,36	73,2	67,4
Svizzera	68	65	65	62	67	64	59,9	57,7	56,97	54,66	64,1	60,8
Repubblica Ceca	92	92	90	90	89	89	91,5	91,4	81,18	81,05	74,3	74,2
Germania	69	65	53	49	55	51	57,5	54,6	53,01	49,19	48,8	44,4
Danimarca	64	63	59	59	63	62	62,7	62,2	56,97	56,47	41,3	40,6
Spagna	87	85	85	82	85	82	86,3	84	88,2	84,93	89,5	86,3
Finlandia	79	78	58	58	59	58	63,3	62,8	55,79	55,12	59,7	59,1
Francia	82	77	67	62	67	62	68,8	64,6	67,65	62,62	64,6	59,4
Regno Unito	76	67	67	58	68	59	57,5	54,6	58,96	51,96	62,2	58,8
Grecia	98	98	95	95	94	94	93,4	93	90,38	89,9	82,2	82
Ungheria	96	96	96	96	91	91	91,7	91,6	78,07	77,98	61,6	61,5
Italia	68	65	54	52	56	53	57,1	55,2	55,05	53,1	41,4	39,3
Giappone	92	81	88	78	89	78	91,9	78,7	85,61	77,53	83,5	72,5
Norvegia	56	56	42	42	46	45	52	51,5	48,79	48,14	-	-
Polonia	99	99	99	99	98	98	97,9	97,7	93,68	93,3	94,6	94,1
Svezia	64	63	51	50	55	54	59,4	58,4	57,47	56,36	42,6	41
Repubblica Slovacca	99	99	85	85	98	98	-	-	83,5	83,49	66,5	66,5
Stati Uniti	91	37	87	34	87	36	82,2	41,7	76,47	40,26	72,9	26,9
EU 15 area	89	64	83	58	85	59						
EU 15 (av)	75	70	64	59	65	60						
OCSE (av)	84	52	80	49	80	51						

Tabella 3.2 Livelli *home bias* per il mercato finanziario. Fonte: Balta e Delgado, 2009; Chen e Yuan, 2011.

Note: la colonna riportante il rapporto *domestic securities holding/domestic equity portfolio* misura il peso della ricchezza del paese χ reinvestita nel proprio mercato domestico. Mentre i valori della colonna riportante il livello di *home bias* sono ottenuti dalla differenza tra il precedente rapporto e il *frictionless benchmark*, quest'ultimo stimante il peso della ricchezza del paese χ impiegata nel mercato estero.

In generale i livelli di *home bias* sembrano aver avuto un lieve rialzo tra il 2003 – 2004 per poi ricominciare a scendere dal 2005.

Il fenomeno risulta diminuito notevolmente negli ultimi anni (Tabella 3.2), probabilmente grazie non solo a politiche europee di integrazione, ma anche al processo globale di integrazione finanziaria. La significativa diminuzione dell'*home bias in equity* non appare tuttavia omogenea in tutta l'UE. Infatti, è risultata significativa in Belgio, Germania, Francia e nei Paesi nordici, ma più modesta in Grecia e in Spagna. Mentre per l'Austria, che presentava uno dei più bassi livelli di *home bias* dell'Unione europea, l'*home bias* risulta aumentata. Inoltre per alcuni paesi, tra cui il Regno Unito, la Polonia, la Svizzera e la Spagna, il 2010 è

caratterizzato nuovamente da un'inversione di tendenza del fenomeno il quale ha ripreso a salire; al contrario, per l'Italia il livello di *home bias* nel 2010 ha segnato un minimo storico.

2.3. Osservazioni conclusive

In questo paragrafo, per i Paesi facenti parte dell'OCSE con particolare attenzione ai Paesi europei, è stato valutato il grado di *home bias* per i mercati finanziari mettendo a confronto la domanda per capitali domestici con i due benchmark che prendono in considerazione la dimensione economica e geografica dei vari paesi.

Nonostante l'utilizzo del *integrated economy benchmark* porti ad ottenere dei risultati più accurati per il maggior numero di variabili da esso considerate, i due indicatori non hanno comportato particolari differenze nei risultati ottenuti.

Dalla ricerca macroeconomica effettuata si possono trarre alcune conclusioni anche circa il grado di integrazione tra i Paesi, in particolar modo per i paesi appartenenti all'Unione europea, nonostante il processo di integrazione, di eliminazione delle barriere di vario genere agli investimenti, l'*home bias* risulta comunque elevata e probabilmente anche se tutte le barriere venissero rimosse l'*home bias* persisterebbe. A tal proposito Wolf (2000) evidenzia, attraverso una ricerca empirica, che negli Stati Uniti il flusso di commercio all'interno di ogni Stato è tre volte il commercio tra gli altri Stati degli USA, portandolo ad affermare che l'*home bias* sarebbe presente anche tra gli Paesi più integrati.

Le cause, di un'impossibile raggiungimento di un portafoglio perfettamente diversificato, non sono dunque da ricercarsi semplicemente tra i fattori economici, bensì, da doversi ricercare anche tra le asimmetrie informative e tra i fattori ricollegabili alle personali preferenze, ovvero tra i fattori comportamentali di più difficile individuazione, oggetto di studio del prossimo capitolo.

CAPITOLO IV

ANALISI EMPIRICA DEI FATTORI DETERMINANTI L'HOME BIAS NELL'INDIVIDUO

Dopo aver verificato l'andamento dei livelli di *home bias* dell'ultimo decennio a livello macroeconomico e aver riscontrato che le cause sono relativamente riconducibili a fattori razionali, si procede, in questo capitolo, all'analisi dei fattori principali che stanno alla base del fenomeno. Tali fattori sono riconducibili principalmente alle asimmetrie informative e alla finanza comportamentale, ossia ai concetti di familiarità, rappresentatività, eccessiva sicurezza e avversione al rischio, a cui possono essere aggiunti anche alcuni caratteri di tipo socio-demografico.

Proprio la letteratura dimostra come l'*home bias* sia spesso determinata da fattori attinenti a mancanza di conoscenze finanziarie o da fattori prettamente comportamentali. È vero infatti che la familiarità alimenta una forte presunzione di competenza, che porta a sovrastimare le proprie capacità e a sottostimare i rischi delle proprie scelte, arrivando così a formulare previsioni sistematicamente distorte a proprio vantaggio con l'illusione di aver effettuato le scelte migliori.

1. L'home bias nell'individuo

Da ricerche svolte da autori come French e Poterba (1991) emerge che quando un soggetto si sente pienamente consapevole circa il funzionamento del mercato, ovvero circa i benefici e i rischi in cui può incorrere, è maggiormente propenso ad impiegare parte delle proprie ricchezze in asset internazionali. Al contrario, qualora si senta poco competente tende a preferire impieghi di tipo nazionale ed evitare i mercati stranieri.

Barber e Odean (2000, 2002) riscontrarono che soggetti maschi presentanti caratteristiche quali lo stato di single e una giovane età, sono invece soggetti ad un elevato livello di *overconfidence* che li porta a scambiare titoli sul mercato internazionale con una frequenza superiore alla media. Altri autori, Glaser e Weber (2003) relativamente a quest'ultimo punto, ovvero la frequenza di scambio, giunsero invece a conclusioni diverse sostenendo che

individui giovani con elevata fiducia nelle proprie capacità difficilmente tenderanno a porre in essere un elevato numero di scambi dopo aver scelto personalmente i titoli su cui investire.

Benartzi (2001) e Huberman e Sengmuller (2002) documentarono la tendenza presente in alcuni soggetti ad impiegare parte delle loro ricchezze presso titoli dell'azienda in cui lavorano. Benartzi in particolare ricollegò la manifestazione di *home bias* alle limitate conoscenze finanziarie degli investitori.

Altri autori quali Kilka e Weber (1999) collegarono il fenomeno dell'*home bias* alla presenza nel soggetto di eccessiva sicurezza e ottimismo circa migliori prestazioni dei mercati domestici.

Al contrario, Graham (2007) ha affermato che è l'insufficienza di informazioni a disposizione dell'individuo congiunta alla opinione di essere incompetenti nella comprensione dell'andamento dei mercati stranieri a determinare investimenti nei mercati domestici.

Huberman (2001) ritiene invece la familiarità percepita per i mercati domestici elemento determinante di *home bias*.

Graham, in un'altra ricerca, relaziona invece l'*home bias* con il genere, le entrate e il grado di educazione, riscontrando che sono i soggetti maschi, che conseguono entrate economiche elevate e hanno un grado di educazione elevato a sentirsi più competenti circa l'andamento dei mercati e quindi a presentare un basso livello di *home bias*.

Infine autori quali Ponpian e Longo (2004) mettendo in relazione genere e avversione al rischio riscontrarono che sono le donne a presentare una minore tolleranza al rischio e quindi più soggette ad *home bias*, viceversa sono gli uomini a presentare una tolleranza al rischio maggiore e quindi minore livello di *home bias*.

Quindi come diversi studiosi hanno cercato di evidenziare, gli individui, in situazioni di incertezza, non si comportano come agenti razionali, hanno infatti difficoltà a elaborare la rilevante quantità di informazioni ricevute, ricordano le informazioni in modo selettivo, hanno preferenze instabili, sono limitati da fattori cognitivi ed emotivi, sono preda di pressione sociale e del contesto in cui avvengono le scelte.

2. Il questionario

Ci si pone ora l'obiettivo di indagare quali sono le cause che inducono un individuo a diversificare il proprio portafoglio favorendo asset nazionali piuttosto che extranazionali.

In particolare, la presente ricerca si propone di verificare empiricamente, in primo luogo, l'esistenza e il livello di *home bias* nel soggetto partecipante allo studio, successivamente di verificare le correlazioni intercorrenti tra la presenza di *home bias* e aspetti socio-demografici, livello di conoscenze finanziarie e aspetti comportamentali, di valutare quanto prevale un aspetto rispetto all'altro ed infine, per quanto possibile, tenendo presente i limiti dati dalle caratteristiche del campione dei soggetti a cui è stato chiesto di partecipare alla ricerca, di confrontare i risultati ottenuti con quanto emerso da altri studi.

A questo scopo è stata svolta una ricerca empirica mediante somministrazione di un questionario (appendice B) ad un gruppo di studenti. Il questionario è stato costruito in modo da raccogliere più informazioni in un unico momento da un numero ampio di soggetti. È stato strutturato in quattro sezioni ciascuna delle quali contenente una serie di domande alle quali è stato chiesto di rispondere scegliendo tra una serie di risposte oppure valutando la propria preferenza all'interno di una scala valori.

La prima sezione è stata diretta alla determinazione della presenza di *home bias* nel soggetto. Questa prima parte diviene il punto di partenza per la successiva analisi sulla correlazione esistente tra *home bias* e gli altri aspetti oggetto di indagine.

La seconda parte è volta alla valutazione delle conoscenze finanziarie del soggetto analizzato, in particolare è stato dapprima chiesto in modo diretto se si fosse a conoscenza del significato di alcune nozioni finanziarie e se ne è verificata l'effettiva conoscenza ponendo semplici esercizi a cui si è chiesto di scegliere la risposta corretta.

Nella terza sessione, oggetto di indagine sono stati i concetti già illustrati nel primo capitolo, in particolare è stata diretta ad un'analisi di tipo comportamentale. Sono state poste domande volte alla comprensione del livello di *overconfidence* e familiarità, rappresentatività, eccessiva sicurezza, propensione al rischio e ottimismo.

Infine, nella quarta ed ultima sessione sono state poste domande di carattere socio-demografico, quindi sono state chieste informazioni relative al soggetto partecipante quali il corso di laurea, l'anno di iscrizione, il genere, la scuola di provenienza e domande relative al

livello di istruzione all'interno della famiglia, nonché altre domande ritenute utili per determinare il livello di conoscenza del soggetto.

2.1. Il campione analizzato e la metodologia

L'analisi dei questionari è stata svolta riportando dapprima le risposte di ciascun questionario in un unico foglio excel; in particolare alle domande che prevedevano di rispondere scegliendo tra una risposta affermativa si è deciso di ricorrere a variabili *dummy* dando valore 1 alla risposta affermativa e 0 alla risposta negativa, mentre per le domande che prevedevano una risposta scelta tra una scala valori si è proceduto riportando i medesimi valori. Infine, allo scopo di renderne più immediata la comprensione, alcuni risultati sono stati riportati in forma grafica o tabellare.

Il questionario è stato somministrato a 130 studenti iscritti alla facoltà di economia, solo 95 questionari sono stati compilati e riconsegnati, di questi il 18,95% sono risultati parzialmente incompleti ma comunque utilizzabili al fine della ricerca svolta. Si sottolinea inoltre che l'analisi relativa ai dati della sezione socio-demografica, parte risultante maggiormente incompleta, avrà a supporto un quantitativo minore di osservazioni.

Il campione sottoposto allo studio è costituito per il 90% da studenti iscritti al primo anno accademico 2012-2013, il 69% circa frequentante il corso di economia aziendale, mentre il restante frequentante il corso di economia e commercio. Gli intervistati hanno un'età compresa tra i 19 e 25 anni, per il 38,27% è composto da maschi, risulta provenire per il 50% da licei mentre per il 40% circa da istituti tecnici commerciali.

3. I risultati

Per comprendere meglio il processo di formazione delle conoscenze in ambito finanziario sono state poste domande allo scopo di conoscere il mezzo più utilizzato e la frequenza della lettura di riviste e quotidiani di carattere economico finanziario ed è stato chiesto inoltre da quali soggetti si fanno consigliare al fine di prendere decisioni.

Generalmente, quotidiani e riviste sono il primo mezzo attraverso il quale gli individui creano una loro visione sul reale andamento del mercato finanziario, ciò emerge anche dal campione

infatti: solo una minima parte dichiara di consultare periodicamente siti economici, contrariamente accade per riviste e quotidiani dove solo il 13% afferma di non utilizzare tali strumenti a scopo informativo, mentre la maggioranza, seppur con frequenza diversa, ne prende regolare visione.

Più precisamente, oltre la metà del campione, utilizza come strumento informativo il Corriere, il 26% la Repubblica, il 22% il Sole 24 Ore, mentre una percentuale minore ottiene informazioni dal Financial Times, dall' Economist e dalla rivista Panorama economy.

Fonti a cui i soggetti si rivolgono al fine di maturare le loro decisioni di scelta sono per più dell'80% i familiari, mentre il 70% si affida alle indicazioni date dagli operatori bancari presso cui allocano le proprie risorse finanziarie.

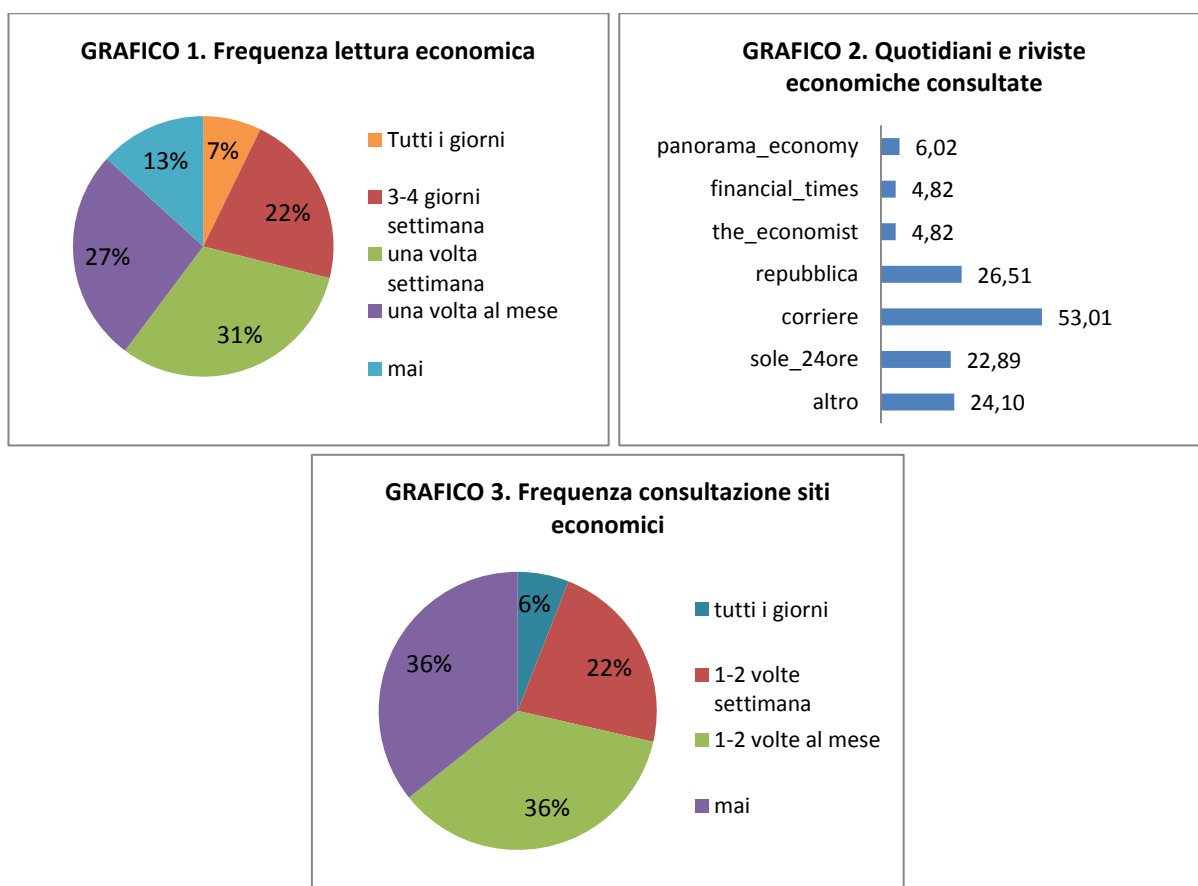


Figura 4.1 Frequenza di consultazione delle fonti di informazione finanziaria.

L'obiettivo di verificare il livello di conoscenza finanziaria è stato soddisfatto mediante quesiti tesi ad indagare le nozioni finanziarie di base quali interesse semplice, interesse

composto e inflazione, ne è emerso che nel 68% dei rispondenti il livello di conoscenza risulta discreto (corrispondente ad una percentuale di risposte corrette compreso tra il 50-75%), il 15% mostra un livello di conoscenza basso, avendo erroneamente risposto a metà dei quesiti posti, mentre il restante 17% ha dimostrato di avere un buon livello di nozioni finanziarie.

Attraverso il grafico seguente vengono invece visivamente riassunte le propensioni degli individui ad assumere comportamenti distorsivi, quali la propensione al rischio, l'*overconfidence*, la familiarità, l'ottimismo, il pessimismo e l'ancoraggio al successivo scopo di verificarne la correlazione con il livello di *home bias* (Fig. 4.2).

Tali risultati grafici sono stati ottenuti verificando, dapprima, singolarmente la propensione emersa dalle risposte date da ciascun individuo e poi riportando tali risultati alla totalità dei rispondenti. I risultati sono stati ricompresi in una scala valori da 1 a 4, dove 1 indica il livello più basso di propensione allo specifico comportamento distorsivo, 2 un livello medio, 3 un livello alto per cui la propensione ad assumere il determinato comportamento inizia ad essere notevole e 4 che indica un livello elevato: una propensione quasi certa a contrarre il comportamento.

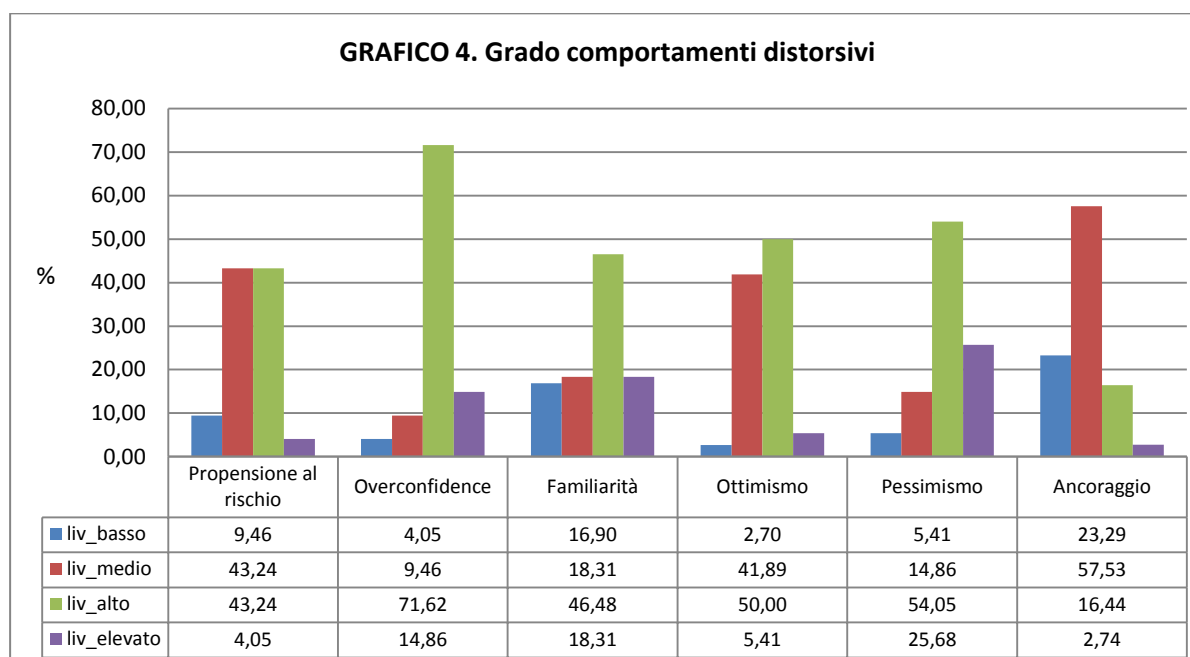


Figura 4.2 Rappresentazione grafica del livello di propensione all'assunzione dei diversi comportamenti distorsivi.

Ne emerge che, i comportamenti distorsivi rilevati, a cui risultano essere più soggetti, sono l'*overconfidence*, la familiarità, il pessimismo e l'ottimismo.

La propensione al rischio della maggior parte degli individui si attesta ad un livello medio e alto, il grado di fiducia nelle proprie scelte decisionali è per il 70% circa degli individui alto, mentre il comportamento distorsivo dell'ancoraggio nelle scelte decisionali non risulta particolarmente rilevante per l'80% degli intervistati, il livello infatti si attesta nelle due fasce più basse.

3.1. Il livello di home bias

Si sottolinea che, dato il campione sottoposto ad indagine, del quale solo una minima parte detiene già tutt'ora un portafoglio titoli, non si ha la presunzione di determinare l'esatto livello di *home bias* presente nell'individuo, ma piuttosto di stimarne la propensione.

Con l'obiettivo di comprendere se il campione ha un certo grado di conoscenza maturata da esperienza anche indiretta del mercato finanziario sono stati richiesti alcuni dati relativi alla famiglia. Ne è emerso che circa il 72% delle famiglie detiene strumenti finanziari di vario contenuto, di queste più della metà ha nel proprio portafoglio titoli nazionali mentre circa il 45% detiene in portafoglio anche alcuni titoli stranieri di vario contenuto. Da questi primi dati si potrebbe intuitivamente ipotizzare che la propensione all'*home bias* dei soggetti le cui famiglie d'origine mostrano avere un portafoglio finanziario diversificato sia minore. È rilevante riportare che solo poco meno della metà dei rispondenti prende parte alle discussioni e alle scelte di investimento familiari, per cui potrebbero aver maturato preferenze finanziarie diverse.

Continuando la ricerca, indagando specificatamente sui partecipanti al questionario emerge che in generale la propensione al fenomeno dell'*home bias* non è elevata, la maggior parte dei soggetti intervistati si dimostra infatti, alla domanda di seguito riportata (Fig. 4.3), alquanto equilibrato nella scelta tra diverse composizioni di portafoglio.

Quesito 9, sezione A.

È stato loro chiesto di scegliere tra diverse composizioni di portafoglio come segue:

	% titoli nazionali	% titoli europei	% titoli extraeuropei
A	100	0	0
B	70	30	0
C	50	40	10
D	40	30	30

L'analisi delle risposte ottenute è stata svolta tenendo conto che la scelta del portafoglio A corrisponde ad una propensione ad assumere il comportamento distortivo di *home bias*, mentre la scelta del portafoglio D presume che il rispondente non sia particolarmente soggetto ad *home bias*. La scelta dei portafogli C e B inducono a ritenere l'intervistato soggetto ad *home bias* in forma più o meno forte.

Ne è risultato quanto segue:

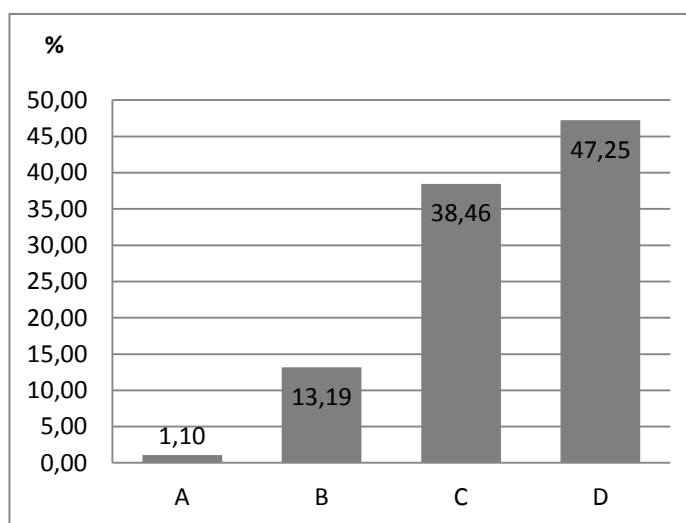


Figura 4.3 Rappresentazione grafica dei risultati del quesito 9, sezione A del questionario.

Ciò emerge anche dalle preferenze indicate nell'allocatione, di ipotetiche somme a loro disposizione, presso fondi azionari o obbligazionari nazionali o extranazionali. Presentano infatti una preferenza minima per i fondi nazionali, rispetto alla preferenza mostrata per i fondi stranieri, ne emerge inoltre che la preferenza aumenta, in entrambi i casi, se vengono proposti loro fondi obbligazionari probabilmente perché ritenuti più sicuri e meno rischiosi.

In generale, le aspettative circa performance positive dei mercati stranieri sono piuttosto elevate, ciò denota che i rispondenti non vedono il mercato straniero come un qualcosa verso cui difendersi, ma come un luogo da dove possono nascere anche delle opportunità di rendimento.

Riassumendo, il campione mostra un livello di propensione al fenomeno dell'*home bias* medio-basso (Fig.4.4). A tale conclusione si è giunti determinando prima il livello di *home bias* di ciascun soggetto, ottenuto considerando le risposte date allo scopo di determinare proprio la propensione ad *home bias* attraverso una media, successivamente se ne è calcolato il livello complessivo nel campione.

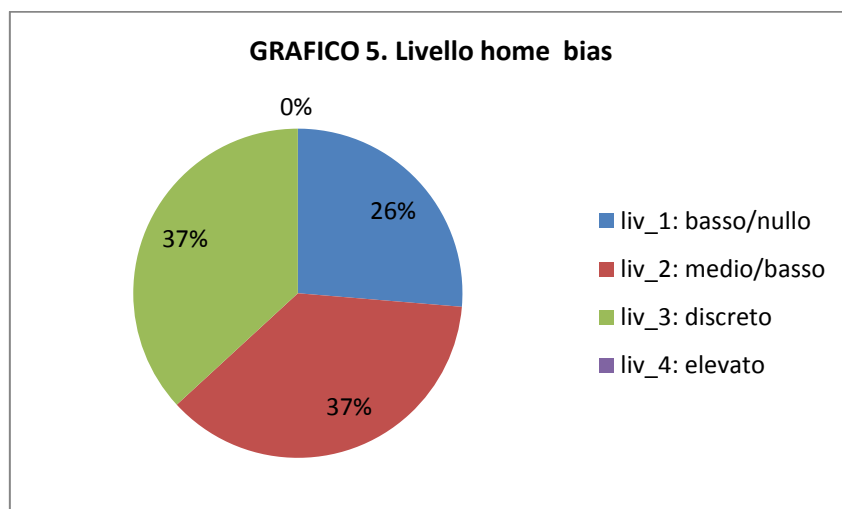


Figura 4.4 Livello di *home bias*

3.2. Le correlazioni

A questo punto si cercherà di comprendere quali sono i fattori che incidono in misura più rilevante sul fenomeno dell'*home bias* attraverso lo studio delle correlazioni tra tale fenomeno e i vari aspetti socio-demografici, comportamentali e informativi. È quindi necessario tener presente che il grado di correlazione può assumere valori che vanno da -1 a 1, che la correlazione è pressoché nulla se si ottiene valore zero o molto vicino a zero, che se assume valore 1 è massima e positiva, al contrario è massima e negativa se assume valore -1, mentre

con valori compresi tra 0 e 1 la correlazione assume diversi gradi di positività, viceversa se i valori sono compresi tra -1 e 0 la correlazione assume diversi gradi di negatività.

Considerando caratteri socio-demografici, coloro che frequentano il corso di economia aziendale appaiono più propensi ad essere soggetti ad *home bias*, ciò potrebbe essere motivato dall'interesse, che in genere presentano i frequentanti tale corso, verso aspetti più prettamente organizzativi-funzionali nell'ambito azienda, contrariamente a quelli che sono gli interessi che generalmente muovono i frequentanti del corso di economia e commercio, che corrispondono all'interesse per i fenomeni della finanza ed economia reale, nonostante quanto detto, il grado di correlazione non appare tuttavia così forte da giustificare la presenza del fenomeno essendo pari allo 0,033. È invece dello 0,025 il grado di correlazione con il genere maschio, ma come per il caso precedente, anche se positivamente correlato, anch'esso non appare un valore così rilevante da giustificare la tendenza a preferire asset nazionali.

Il livello di *home bias* appare invece negativamente correlato con le conoscenze finanziarie, assume infatti valore pari a -0,19, ciò significa che all'aumentare del livello di conoscenza nell'individuo il livello di *home bias* è minore; ciò è confermato anche da una correlazione negativa tra il fenomeno studiato la frequenza di lettura economico-finanziaria: tanto più gli individui leggono con regolarità riviste e quotidiani tanto meno risultano manifestare propensione positiva all'*home bias*.

Per quanto concerne le correlazioni fra *home bias* e comportamenti distorsivi assunti dagli individui, emerge che la correlazione con il comportamento distorsivo di ancoraggio è positiva e abbastanza significativa, pari circa allo 0,166 a significare che più un soggetto fatica a staccarsi dall'ipotesi formulata inizialmente tanto più è propenso a manifestare livelli di *home bias* elevati. Altra correlazione positiva è quella presentata con la familiarità che è pari allo 0,104.

Correlazione negativa è invece quella con il comportamento di *overconfidence* pari al -0,107, in questo caso si ha che un aumento del livello di tale comportamento distorsivo nei soggetti porta ad un minore grado di *home bias*, questo, se associato alla giovane età come già spiegato nel secondo capitolo, può essere giustificato dalle maggiori speranze e aspettative che lo stesso ha nei confronti del mercato finanziario verso cui si affaccia, speranze e aspettative che col trascorrere del tempo dovrebbero venire meno negli stessi soggetti portandoli ad un livello di *overconfidence* minore e conseguente aumento del livello di *home bias*. Correlazione negativa risulta verificarsi anche per livelli di ottimismo crescenti ai quali

corrispondono livelli inferiori di home bias, il valore di correlazione è infatti del -0,13. Si riporta, infine, che anche la propensione al rischio manifesta lo stesso andamento seppur non così fortemente (-0,058), ad indicare come una propensione al rischio minore porti i soggetti a preferire investimenti in asset nazionali.

4. Osservazioni conclusive

Dal questionario sottoposto agli studenti al fine di verificarne la propensione all'*home bias* e la correlazione di quest'ultimo con diverse variabili di diverso carattere, ne emerge dunque che sono le variabili comportamentali a determinare un grado di correlazione maggiore, sia questo positivo o negativo, con il fenomeno studiato.

Le correlazioni tra *home bias* e le variabili socio-demografiche risultano invece meno forti e rilevanti.

Le correlazioni con i livelli di conoscenze finanziarie, estrapolati dai risultati del questionario somministrato, sono negative, per cui al crescere del grado di conoscenza diminuisce la propensione ad *home bias*.

I comportamenti distorsivi presentano invece un grado di correlazione più forte con i livelli di *home bias*, questo a constatare e confermare che sono proprio gli aspetti psicologici che alla fine incidono sulle scelte individuali indipendentemente dal grado di conoscenza che il soggetto possiede sul mercato, discostandosi così da quanto le teorie classiche hanno sostenuto per anni circa la perfetta razionalità dell'individuo.

Relativamente a quanto teorizzato e verificato da autori diversi, i risultati emersi dalla ricerca svolta, per i quali è possibile operare un confronto, sembrano confermare, anche se in alcuni casi non in maniera così forte, quanto da loro trovato.

CONCLUSIONE

Come si è cercato di documentare al meglio, le regole fondamentali trasmesse fino ad oggi dalla teoria classica hanno il difetto di essere state conferite assumendo che il singolo individuo abbia preferenze e comportamenti che rispondono al concetto di razionalità. Nella realtà, come si è dimostrato, la razionalità dell'individuo è limitata sia da fattori conoscitivi e informativi che da fattori psicologici che ne alterano le capacità decisionali facendo venir meno quel modello di scelta teorizzato da Markowitz, secondo cui la composizione di portafoglio dipende unicamente dal rischio associato all'investimento e al rendimento atteso. Perciò in situazioni di incertezza gli individui non si comportano come agenti razionali, infatti, se e quando decidono hanno difficoltà di elaborare le rilevanti quantità di informazioni ricevute ricordando le informazioni in modo selettivo, hanno preferenze instabili, sono limitati da fattori cognitivi ed emotivi, sono preda di pressioni sociali e del contesto in cui avvengono le scelte.

Il fenomeno preso in particolare attenzione nella stesura dell'elaborato sembra trovare spiegazioni in molteplici fattori. Attraverso un primo studio svolto a livello macroeconomico, si è mostrato che la presenza dell'*home bias* c'è e persiste nonostante l'avvio, negli anni '90, di processi di liberalizzazione alla circolazione dei capitali, e le innovazioni tecnologiche, volte ad attenuare le asimmetrie informative rendendo più agevole l'accesso alle informazioni. Successivamente, con uno studio a livello di singolo individuo, attuato mediante somministrazione del questionario, si è evidenziato che una spiegazione va ricercata anche tra i fattori irrazionali oltre che tra i fattori che posano sulla razionalità degli individui. Si sottolinea infatti che, nonostante l'avvento della globalizzazione, che ha facilitato e ridotto i limiti nelle restrizioni ai movimenti di capitali e alle barriere poste agli investimenti esteri, la distinzione tra globale – locale, internazionale – nazionale, assume ancora importanza proprio per il fenomeno dell'*home bias*, che porta gli individui a comporre il proprio portafoglio preferendo asset nazionali.

Dall'analisi svolta nel terzo capitolo è dunque emerso che il livello dell'*home bias* nella maggior parte dei paesi Ocse ha assunto un andamento decrescente. L'affermazione di tale trend si è vista anche in Italia, dove il livello di *home bias* è risultato, nell'anno 2010, uno tra i livelli più bassi registrati nei paesi appartenenti all'Ocse.

Nel capitolo quarto sono stati analizzati i dati raccolti attraverso un esperimento condotto in classe. Tale esperimento era volto a determinare: il livello di propensione all'*home bias*, il livello di conoscenze finanziarie, il livello di alcuni comportamenti distorsivi e alcuni caratteri socio-economici, allo scopo di analizzare alcune correlazioni tra propensione ad *home bias* e gli altri fattori oggetto della ricerca. I risultati principali di questo esperimento suggeriscono che sono proprio i fattori comportamentali ad incidere maggiormente sulla propensione all'*home bias*. Il livello di conoscenze finanziarie è risultato incidere, ma in maniera inferiore, mentre i fattori socio-demografici non sono risultati particolarmente significativi in tal senso, contrariamente a quanto risultante da ricerche svolte ad opera di altri autori.

Nel campione sottoposto alla ricerca sono emersi livelli di propensione all'*home bias* particolarmente bassi, da ciò ne si deduce che gli stessi intervistati hanno ben presente quali siano i vantaggi che possono derivare da una diversificazione di portafoglio a livello internazionale.

Infine si reputa rilevante riportare che l'esperimento condotto e i risultati ottenuti hanno un'importante limitazione: i soggetti sperimentali erano studenti di economia iscritti al primo o secondo anno e non veri e propri investitori. Dato il limite suddetto, interessante potrebbe essere riproporre il questionario ad individui con maggiori conoscenze ed esperienza in campo finanziario, nonché riproporre l'esperimento ad un campione di studenti che stanno per concludere o hanno appena concluso il loro percorso formativo così da comprendere l'evoluzione nel livello di conoscenze e propensione all'assunzione di comportamenti distorsivi nonché ad *home bias*.

Molteplici risultano essere le chiavi interpretative dell'*home bias* in campo finanziario, quali la copertura del rischio di cambio o le asimmetrie informative. A queste si aggiunge la natura stessa di *bias* del fenomeno, la quale indica un'inclinazione, una preferenza degli individui in grado di creare una discrepanza tra il comportamento razionale prospettato dalla teoria classica e il comportamento reale messo in atto. Per questo i concetti di finanza comportamentale sono stati di supporto nella valutazione del fenomeno.

APPENDICE A

Frictionless Economy Benchmark

In un'economia senza attriti, il portafoglio azionario di un paese non è affetto da *home bias* se la quota di investimenti in titoli azionari domestici nel totale degli investimenti effettuati da investitori domestici è pari alla quota di capitalizzazione di mercato del medesimo paese sul totale della capitalizzazione di mercato dell'OCSE. Questo benchmark viene espresso per il paese i come segue:

FRICTIONLESS ECONOMY BENCHMARK =

$$\frac{\text{Market capitalization}_i}{\sum_{i \in \text{OECD}} \text{Market Capitalization}_i}$$

Integreted Economy Benchmark

Considerando il sistema finanziario, un paese non è affetto da *home bias* se gli investimenti in asset nazionali uguagliano gli investimenti in asset stranieri di un paese di uguali dimensioni economiche e distanza.

Per costruire l'*integreted economy benchmark* per il sistema finanziario procediamo come segue utilizzando i dati provenienti dai mercati finanziari.

Stimiamo, attraverso l'uso del modello gravitazionale, quale quota della ricchezza dipende dalla dimensione economica dei partners, nonché dalla distanza o da altre variabili. Sulla base di queste stime, possiamo calcolare quanto un paese desidera investire in un partner finanziario di simili dimensioni economiche e geografiche. Tale quantità dovrebbe essere equivalente alla quota di investimenti interni in assenza di *home bias*.

Per determinare la stima della quota di investimenti interni, stimiamo un'equazione basata sul modello gravitazionale, dove il volume delle transazioni finanziarie tra i due paesi è collegato alla dimensione e distanza geografica. Gli investimenti interni sono misurati come differenza tra ricchezza prodotta da un paese e parte della stessa impiegata in paesi stranieri:

$$E_{ij} = \alpha_1 + \text{homebias} + \alpha_2 \text{GDP}_i + \alpha_3 \text{GDP}_j + \alpha_4 \text{dist}_{ij} + u_{ij} \quad (1)$$

Dove E_{ij} corrisponde all'investimento azionario del paese i nel paese j , *home bias* è una variabile che assume valore uno se parte della ricchezza è reimpiegata internamente o valore zero in caso contrario, GDP_i corrisponde al Pil reale del paese i , $dist_{ij}$ è la distanza tra il paese i e j , mentre u_{ij} è il termine d'errore.

Sulla base dei parametri stimati, calcoliamo quanto un paese investirebbe in un partner di uguali dimensioni economiche e geografiche. Questo dovrebbe essere equivalente agli investimenti in asset nazionali in assenza di *home bias*:

Estimated holding of home equity (in assenza di home bias)=

$$\hat{E}_{ii} = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 GDP_i + \hat{\alpha}_3 GDP_i + \hat{\alpha}_4 dist_{ii}$$

Dove $\hat{\alpha}_1$ corrispondono ai parametri stimati. Usando quindi la domanda di capitali stimata costruiamo il benchmark seguente:

INTEGRETED ECONOMY BENCHMARK =

$$\frac{\text{Estimated Holding of Home Equity (no home bias)}}{\text{Total Home and Foreign Equity}}$$



Università
Ca'Foscari
Venezia

APPENDICE B

QUESTIONARIO – INDAGINE SUL LIVELLO DI HOME BIAS

Relazione home bias, financial literature, preferenze, caratteri socio-demografici

Questa indagine è composta da quattro sessioni correlate tra loro ed è formulata allo scopo di verificare la presenza di home bias, nonché la riconducibilità della stessa a specifici fattori, alcuni dei quali già oggetto di indagine da parte di altri autori.

Venezia, 24 Aprile 2013

SEZIONE A. VERIFICA PRESENZA DI HOME BIAS

Rispondere barrando la risposta.

1. I componenti della tua famiglia detengono strumenti finanziari?	SI	NO
2. Dalla tua famiglia sono detenuti strumenti finanziari a contenuto monetario/obbligazionario nazionale (esempio: titoli di stato, obbligazioni, ecc.)?	SI	NO
3. Dalla tua famiglia sono detenuti strumenti finanziari a contenuto azionario/obbligazionario straniero (esempio: azioni, fondi, ecc.)?	SI	NO
4. Partecipi alle discussioni relative alle scelte finanziarie ?	SI	NO
5. Prendi parte alle scelte di investimento della tua famiglia?	SI	NO
6. Hai mai acquistato strumenti finanziari a contenuto monetario/obbligazionario (esempio: titoli di stato, obbligazioni, ecc.)	SI	NO
7. Hai mai acquistato strumenti finanziari a contenuto azionario (esempio: azioni, fondi, ecc.)	SI	NO
8. Nel tuo portafoglio azionario detieni titoli finanziari stranieri?	SI	NO

9. La maggior parte dei portafogli di investimento sono diversificati. Di seguito sono riportati 4 possibili portafogli composti da titoli nazionali, europei ed extraeuropei. Indicare quale dei 4 possibili portafogli (A, B, C o D) ritieni più appetibile riportando una **X** sull'opzione preferita.

	% titoli nazionali	% titoli europei	% titoli extraeuropei
A	100	0	0
B	70	30	0
C	50	40	10
D	40	30	30

Rispondete alle seguenti domande utilizzando una scala di valori compresa tra 1 e 4 (dove 1 indica bassa preferenza, 4 indica elevata preferenza). RIPORTARE UNA X SUL VALORE SCELTO.

10. impiegheresti parte delle somme a tua disposizione nei seguenti strumenti finanziari?

- Fondi azionari nazionali	1	2	3	4
- Fondi azionari europei	1	2	3	4
- Fondi azionari extraeuropei	1	2	3	4
- Fondi obbligazionari italiani	1	2	3	4
- Fondi obbligazionari europei	1	2	3	4
- Fondi obbligazionari extraeuropei	1	2	3	4

Rispondete utilizzando una scala di valori compresa tra 1 e 4 alle domande di seguito riportate per ciascuna delle seguenti tipologie di strumenti finanziari. (Dove 1 indica bassa preferenza/bassa probabilità, 4 indica elevata preferenza/probabilità). RIPORTARE UNA X SUL VALORE SCELTO.

	LIBRETTI/DEPOSITI A RISPARMIO				AZIONI				OBBLIGAZIONI				FONDI			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
11. In generale, quanto ritieni rischioso investire in questo tipo di strumento?																
12. Fino a che punto ritieni gli operatori finanziari in grado di predire i rendimenti futuri di questo tipo di investimento?																
13. Un investitore quanta attenzione dovrebbe dare ai rendimenti della somma che intende impiegare in questo tipo di investimento?																

	LIBRETTI/DEPOSITI A RISPARMIO				AZIONI				OBBLIGAZIONI				FONDI			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
14. Se tu avessi investito in questa forma di investimento, quanto saresti preoccupato?																
15. Qual è la probabilità di conseguire perdite monetarie con questo tipo di investimento?																
16. Con questo tipo di investimento, quanto grandi possono essere le possibili perdite?																
17. Qual è la probabilità di perdere l'intera somma investita?																
18. Nel tempo, qual è il grado di volatilità, del valore della somma investita?																
19. Quanto è facile per un investitore recuperare l'ammontare investito nel momento del bisogno?																
20. Ritieni questo tipo di investimento a te noto?																
21. Per un investitore, quanto ritieni facile comprendere le prestazioni/rendimenti della somma investita?																
22. Quanta probabilità c'è che tu possa scegliere di investire denaro in questo tipo di strumento finanziario?																
23. Quante probabilità ci sono di guadagnare denaro con questo tipo di investimento?																
24. Quanto ti giudichi informato su questo tipo di investimento?																
25. Per quanto tempo potresti considerare di mantenere tale somma sotto questa forma di investimento?																

SEZIONE B. CONOSCENZE FINANZIARIE

1. Conosci il significato di interesse semplice?	SI	NO
2. Conosci il significato di interesse composto?	SI	NO
3. Conosci il significato di inflazione?	SI	NO

4. Supponi di avere a disposizione in conto corrente 100 € e che il tasso d'interesse applicato sia del 2% annuo. Dopo 5 anni, quanto ritieni avere a tua disposizione nel conto corrente?

- Più di 102 €
- Esattamente 102 €
- Meno di 102 €
- Non so

5. Supponi di avere un capitale iniziale pari a 3500 €. Questo capitale viene impiegato in regime di interesse composto al tasso annuo del 4,3%. Si indichi a quanto ammonta il capitale finale (montante) dopo 3 anni.

- 3500 €
- 3971,19 €
- 3951,5 €
- Non so

6. Immagina che il tasso di interesse del conto corrente sia pari all'1% annuo e che l'inflazione sia pari al 2% annuo. Dopo 1 anno, con la somma a disposizione nel conto corrente sarai in grado di acquistare di più, meno o lo stesso?

- Di più
- Di meno
- Lo stesso
- Non so

7. Supponi di aver vinto un milione di euro. Cosa decideresti di fare?

- Prendere tutto l'importo immediatamente
- Prendere 100000 € ogni anno per dieci anni
- Non so

SEZIONE C. INDAGINE COMPORTAMENTALE

Rispondete utilizzando una scala di valori compresa tra 1 e 4. (Dove 1 indica bassa preferenza/bassa probabilità, 4 indica elevata preferenza/probabilità). **RIPORTARE UNA X SUL VALORE SCELTO.**

1. Come classifichereesti la tua propensione al rischio?	1	2	3	4
2. Supponi di aver acquistato azioni di una società molto quotata 5 anni fa. Quello stesso anno la società ha subito forti perdite nelle vendite a causa di una cattiva gestione, il prezzo delle azioni è crollato e hai subito una forte perdita. La società è stata ristrutturata con una nuova gestione e la maggior parte degli esperti ora si aspetta che le azioni producano buoni risultati. Data la tua cattiva esperienza passata con questa società compreresti ora le azioni?	1	2	3	4
3. Negli investimenti i guadagni e i rischi vanno a braccetto e gli investimenti che producono guadagni più alti sono normalmente più rischiosi. Quanto saresti disposto a investire in strumenti dove i rischi e i guadagni sono più alti della media?	1	2	3	4
4. Quando effettui una scelta finanziaria focalizzi la tua attenzione sui guadagni che ne possono derivare?	1	2	3	4
5. Quando effettui una scelta finanziaria focalizzi la tua attenzione sulle perdite che ne possono derivare?	1	2	3	4
6. Dopo aver effettuato una scelta ti senti soddisfatto?	1	2	3	4
7. Quale è la tua propensione ad investire in strumenti finanziari in cui già alcuni membri della tua famiglia investono?	1	2	3	4
8. Quale grado di fiducia hai nelle tue capacità di prendere corrette decisioni?	1	2	3	4
9. Qual è il tuo grado di ottimismo verso il futuro?	1	2	3	4
10. Generalmente, ritieni che le tue aspettative verranno soddisfatte?	1	2	3	4
11. Se giochi d'azzardo ti aspetti di perdere?	1	2	3	4

12. Focalizza la tua attenzione sul mercato europeo. Quanto ti ritieni ottimista circa una sua performance superiore ai seguenti mercati (Dove 1 indica un livello basso, 4 indica un livello alto):

- Mercato statunitense	1	2	3	4
- Mercato giapponese	1	2	3	4
- Mercati emergenti (ad esempio quello di Cina e India)	1	2	3	4

13. Nel prendere decisioni di investimento, risparmio e consumo, da chi ti fai consigliare?

- Consulente finanziario	SI	NO
- Genitori	SI	NO
- Amici	SI	NO
- Conoscenti	SI	NO

SEZIONE D. CARATTERISTICHE SOCIO-DEMOGRAFICHE

Indicate di seguito

1. Corso di laurea: Economia Aziendale Economia e Commercio

2. Anno d'iscrizione:

3. Et :

4. Genere:

5. Scuola di provenienza:

- Liceo
- Istituto tecnico commerciale
- Istituto tecnico industriale
- Istituto professionale

6. Titolo di studio materno:

- Elementare
- Media inferiore
- Media superiore
- Laurea

7. Titolo di studio paterno:

- Elementare
- Media inferiore
- Media superiore
- Laurea

8. Con quale frequenza leggi quotidiani/riviste economiche:

- Tutti i giorni
- 3/4 giorni alla settimana
- Una volta alla settimana
- Una volta al mese
- Mai

9. Indicare quali quotidiani/riviste leggi:

- Il Sole 24 Ore
- Corriere della sera
- La Repubblica
- The Economist
- Financial Times
- Panorama economy
- Altro:

10. Con quale frequenza consulti siti economici:

- Tutti i giorni
- 1/2 volte alla settimana
- 1/2 volte al mese
- Mai

BIBLIOGRAFIA

Amadi Amir A., *Equity Home Bias: A Disappearing Phenomenon?*, Job Market Paper, University of California, 2004.

Anbar Adem, Eker Melek, *An empirical investigation for determining of the relation between personal financial risk tolerance and demographic characteristic*, 2010.

Balta Narcissa, Delgado Juan, *Home bias and market integration in the EU*, CESifo, July 2007.

Barberis Nicholas, Thaler Richard, *A survey of behavioral finance*, University of Chicago.

Baschieri G., Carosi A., Mengoli S., *The Firm Location Premium*, Social science research network 2009.

Benartzi Shlomo, Thaler Richard H., *How much is investor autonomy worth?*, March 2001.

Blonigen, Wilson, *New Measures of Port Efficiency Using International Trade Data*, Department of Economics, University of Oregon, 2006.

Chan Kalok, Covrig Vicentiu, Ng Lilian, *Does Home Bias Affect Firm Value? Evidence from Holdings of Mutual Funds Worldwide*, Working paper, March 2007.

Coeurdacier Nicholas, Guibaud Stephane, *International Portfolio diversification Is Better Than You Think*, Working paper, June 2009.

Coeurdacier Nicolas, Rey Hélène, *Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics*, London Business School, CEPR and NBER, December 2011.

De Benedictis Luca, Helg Rodolfo, *Globalizzazione*, Working paper.

Delgado Juan, *Single market trails home bias*, Bruegel policy brief, October 2006.

Dhouha Hadidane Chkioua, Ezzeddine Abaoub, *Home Bias in Equity Portfolios: Theory and Evidence for Developed Markets*, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 6, June 2012.

Dichtl Hubert, Drobetz Wolfgang, *Dollar-cost averaging and prospect theory investors: An explanation for a popular investment strategy*, The journal of behavioral finance, 12:41-52, 2011.

Emmet Brady Micheal, *Further applications of J.M. Keynes' approach to decision-making under risk and uncertainty*, International Journal of Economics and Econometrics, Vol. 10, No. 3, pp. 431-462, July-September 2002.

Epstein Larry G., Schneider Martin, *Ambiguity and asset markets*, April 2010.

Faulkner Philip, *The human agent in behavioural finance: a Searlean perspective*, Journal of Economic Methodology 9:1, 31–52, 2002.

Ferretti Riccardo, Rubatelli Enrico, Rumiati Rino, *La mente finanziaria. Economia e psicologia al servizio dell'investitore*, Il Mulino 2011.

Forbes Kristine, *Why do foreign invest in the United State?*, Conference on international Macro-Finance, April 2008.

Giardini Attilio, Magi Alessandro, *Stock market participation: new empirical evidence from italian households' behavior*, Giornale degli Economisti e Annali di Economia, Vol. 66 n. 1, Marzo 2007.

Gilovich T., Griffin D., Kahneman D., *Heuristic and biases: the psychology of intuitive judgment*, Cambridge University 2002.

Graham John R., Campbell R.Harvey, Huang Hai, *Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias*, Working paper, Duke University.

Hirshleifer David, Shumway Tyler, *Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather*, August 2001.

Hodnett Kathleen, Heng-Hsing Hsieh, *Capital Market Theories: Market Efficiency Versus Investor Prospects*, International Business & Economics Research Journal - Volume 11, number 8 - August 2012.

Kahneman Daniel, Knetsch Jack L., Thaler Richard H., *Experimental Test of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, The Journal of Political Economy, 2003.

Kahneman Daniel, Tversky Amos, *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, Econometrica, Vol. 47 No. 2, March 1979.

Karlsson Anders, Norden Lars, *Home sweet home: Home bias and international diversification among individual investors*, Journal of Banking & Finance, July 2006.

Karlsson Anders, Nordén Lars, *Home Sweet Home: Home Bias and International Diversification among Individual Investors*, Stockholm University, 2005.

Khurana Inder K., Michas Paul N., *Mandatory IFRS Adoption and the U.S. Home Bias*, Accounting Horizons, December 2011.

Lau Sie Ting, Ng Lilian, Zhang Bohui, *The World Price of Home Bias*, Working paper, Business School, January 2007.

Linciano N., *Errori cognitive e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, CONSOB, Quaderni di finanza, No. 66, Gennaio 2010.

Magi Alessandro, *Razionalità limitata, scelte di portafoglio e investimento azionario estero*, Moneta e Credito, vol. 60 n.238, 2007.

Markowitz Harry, *Portfolio Selection*, Journal of Finance, 1952.

Moskowitz Tobias J., Coval Joshua D., *Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolio*, The Journal of finance, Vol. LIV No. 6, December 1999.

Mouna Abdelhédi-Zouch, Mouna Boujelbène Abbas, Younès Boujelbène, *Equity Premium Puzzle, Prospect Theory and Subprime Crisis*, The IUP Journal of Applied Finance, Vol. 18, No. 2, 2012.

Portes Richard, Rey Hélène, *The determinants of cross-border equity flows*, Journal of International Economics Vol. 65, May 2004.

Rigoni Ugo, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, G. Giappichelli Editore - Torino 2006.

Rika Elona, *Analysis of the determinants of foreign equity portfolio allocation*, International Business School, October 2011.

Saito Mika, *Armington Elasticities in Intermediate Inputs Trade: A Problem in Using Multilateral Trade Data*, IMF Working Paper, International Monetary Fund, February 2004.

Sendi Imtithel, Bellalah Makram, *The Equity Home Bias: Explanations and Financial Anomalies*, International Journal of Economics and Finance, Vol. 2, No. 2, May 2010.

Sercu Piet, Vampée Rosanne, *Home Bias in International Equity Portfolios: a Review*, Department of accountancy – finance and insurance, August 2008.

Shafi Haroon, Akram Muhammad, Hussain Mubashir, Sajjiad Syed Imran, *Relationship between Risk Perception and Employee Investment Behavior*, Journal of Economics and Behavioral Studies, Vol.3, No.6, pp. 345-351, December 2011.

Shefrin Hersh, *Finanza aziendale comportamentale. Decisioni per creare valore*, Apogeo 2007.

Shikuan Chen, Yuan Cheng-Da, *Home Bias and the International Cost of Equity: Global Evidence from CAPM Perspective*, International Research Journal of Finance and Economics, 2011.

Shiller Robert J., *From efficient markets theory to behavioral finance*, Journal of economic perspectives - Volume 17, number 1 - winter 2003.

Shiller Robert J., *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, Journal of Economic Perspectives, Vol.17, No. 1, Winter 2003.

Simon Herbert A., *Scienza economica e comportamento umano*, Edizioni di comunità 2000.

Tedeschi Marcello, *Le decisioni degli agenti economici: razionalità, contesto ed emozioni*,

Franco Angeli 2006.

Tvede Lars, *Psicologia della finanza*, Etas 2001.

Tversky Amos, Kahneman Daniel, *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5:297-323, 1992.

Tversky Amos, Kahneman Daniel, *The Framing of Decision and the Psychology of Choice*, *Science*, Vol. 211, January 1981.

Van Nieuwerburgh Stijn, Veldkamp Laura, *Information Immobility and the Home Bias Puzzle*, *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No. 3, June 2009.

RINGRAZIAMENTI

Questo momento segna la fine di un percorso e forse l'inizio di qualcosa di nuovo e stimolante, per questo desidero innanzitutto ringraziare la professoressa Noemi Pace, relatrice di questa tesi, per la cortesia e disponibilità dimostratemi e l'aiuto che mi ha fornito durante la stesura del lavoro.

Un affettuoso ringraziamento va ai miei genitori, Franco e Luisella, che, con il loro sostegno morale ed economico, mi hanno permesso di essere qui e di raggiungere questo importante traguardo personale. Non posso esimermi dal ringraziare anche mia sorella Arianna e mio fratello Alessandro. Grazie per tutte le volte che, vedendomi presa dai libri, dagli esami e da questa tesi, mi hanno incoraggiato con quell'aiuto tacito o esplicito che è venuto dal loro cuore.

Ci sono poi molte altre persone che meriterebbero di essere citate per i diversi ruoli che hanno avuto in questi anni accademici, ma vorrei concludere semplicemente esprimendo la mia più sincera gratitudine ai compagni di studio e alle amiche di sempre, chi con un supporto morale, chi con consigli utili o solo con parole di incoraggiamento mi sono stati vicini sopportandomi pazientemente nei momenti stressanti o condividendo le risate e i momenti più euforici.