

## Introduzione

La ricerca qui svolta cerca di evidenziare i condizionamenti psicologici cui sono soggetti le valutazioni e i comportamenti degli investitori individuali in azioni, sia nella scelta iniziale di investimento sia, ove l'investimento non venga rapidamente smobilizzato, nelle successive scelte comportamentali in occasione delle più importanti vicende societarie.

A differenza delle teorie tradizionali che considerano un unico *ideal-tipo* di investitore razionale che può rappresentare il comportamento di tutti gli operatori. – in quanto il mercato è efficiente e l'informazione è diffusa ed omogenea e come tale adduce a scelte uniformi per tutti gli operatori razionali – la realtà dimostra che gli investitori ragionano in modo differenziato e secondo logiche determinate, per ognuno, dalla sua specifica struttura psichica e quindi da come le diverse aree cerebrali reagiscono ai variabili *inputs*. Il problema della razionalità delle scelte, pertanto, non si pone per tutti gli investitori allo stesso modo e negli stessi termini. Le varie combinazioni di minacce/opportunità d'investimento, tenuto conto dei vincoli di contesto, sono filtrate e “pesate” in base alla specifica avversione al rischio e alla capacità cognitiva dell'investitore, con conseguenti effetti differenziati in ordine alle scelte che questi andrà ad operare.

Il modello di comportamento di investitore *ideal-tipo* delle teorie tradizionali nulla ci dice circa i comportamenti dei *diversi tipi di investitori reali* di fronte a scelte iniziali di investimento o a scelte successive di mantenimento o meno di tale investimento, né ci dice nulla circa l'influenza che su tali comportamenti esercitano le diverse caratteristiche psicologiche dei diversi tipi di investitori e quindi circa il tipo e l'intensità delle loro reazioni di fronte a situazioni, occasionali o permanenti, di competizione o, viceversa, di collaborazione con altri azionisti portatori di interessi diversi. Nulla ci dice, infine, circa le linee-guida di comportamento dell'investitore con capacità cognitiva non perfetta e di fronte ad un'informativa complessa o ambigua, talora artatamente manipolata.

Proprio quest'ultimo aspetto verrà particolarmente esplorato con riferimento alle più rilevanti vicende societarie e al rapporto *agent/principal*. Infatti, mentre, per quanto riguarda gli investitori occasionali, non si riscontra generalmente una situazione di competizione diretta tra loro, né nei confronti degli azionisti stabili, per quanto riguarda questi ultimi si viene invece a stabilire una contrapposizione di preferenze e di interessi in ordine ai ritorni del capitale investito e alla gestione dell'impresa, con conseguente divisione della compagine sociale tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza, dove la maggioranza può essere stabile e nelle mani di un gruppo di comando o precaria e senza azionista di riferimento a seconda che si tratti di società a proprietà concentrata o diffusa, con differenti riflessi sulla forma e sulle conseguenze del "rapporto di agenzia". Questo rapporto appare ancora scarsamente indagato nei risvolti psicologici e precipuamente nelle tecniche opportunistiche con cui l'*agent* intende realizzare l'espansione dell'azienda minimizzando al contempo il suo apporto reale di capitale, avvalendosi anche, a questo fine, di un uso sapiente dell'effetto *framing* per far approvare dagli azionisti di minoranza manovre che sono invece nel suo interesse.

Sulla base di queste considerazioni si è stilato un preciso programma di lavoro. A questa introduzione farà seguito una disamina delle teorie classiche e neo-classiche delle scelte d'investimento, rilevando l'insufficienza di entrambe (soprattutto la prima, meno la seconda) nello spiegare le motivazioni delle scelte d'investimento e i loro risultati. Si passerà quindi ad esaminare come, con l'avvento della teoria comportamentale, imperniata sull'esame dei fattori psicologici alla base delle scelte, si possa considerare la razionalità del comportamento in una prospettiva diversa, più ampia e realistica di quella adottata dalle teorie tradizionali. Il *focus* dell'analisi verrà posto, nelle due parti successive, sul comportamento dell'azionista non occasionale, che cioè non liquida immediatamente l'investimento fatto ma lo mantiene in essere più o meno durevolmente. All'interno di questa categoria di investitori stabili andremo ad esaminare la contrapposizione tra azionisti di maggioranza e di minoranza nelle concrete situazioni di vita societaria, distinguendo tra società quotate e non e tra società a proprietà concentrata o diffusa. Su questo campo, infatti, in un'ottica di analisi che prende in considerazione gli aspetti psicologici, sembra possibile gettare nuova luce su problemi da sempre controversi.

**Parte Prima**

**Snodi cruciali nell'evoluzione  
della dottrina sulla razionalità  
delle scelte degli investitori in azioni**



# Capitolo I

## Dissociazione tra teorie classiche e comportamenti reali

Sommario: 1. Considerazioni preliminari. – 2. La dottrina classica. – 3. La dottrina neo-classica. – 4. I limiti dell'approccio concettuale delle teorie tradizionali.

### 1. *Considerazioni preliminari*

La categoria degli investitori in azioni appare molto variegata all'interno di due estremi rappresentati, da un lato, dagli investitori tipicamente speculativi e di brevissimo periodo e, dall'altro, dai veri e propri azionisti-soci, che permangono nell'impresa a tempo indefinito e di fatto più o meno lungo, condividendone pienamente, nel frattempo, le sorti. Questo è quanto è dato di osservare comunemente nella realtà societaria ed è l'espressione, *coeteris paribus*, di una strutturale configurazione "mentale" degli investitori in termini di rendimento atteso e rischio e di correlazione di queste variabili con l'orizzonte temporale dell'investimento.

Chi investe capitali in un'impresa all'atto della sua costituzione con l'intenzione di partecipare anche alla sua conduzione ha motivazioni psicologiche tali che gli fanno implicitamente accettare un orizzonte temporale lungo. Le stesse variabili condizioni di convenienza comparata rispetto ad investimenti alternativi che si manifestassero nel tempo non sono, se non quando di dimensioni straordinarie, tali dal distoglierlo da quell'impresa smobilizzando il suo investimento. All'opposto, chi investe in un'impresa già costituita e nella quale non assume altro ruolo che quello di un finanziatore cui spetta un rendimento aleatorio, ragiona principalmente, anche se non esclusivamente, in termini di convenienza comparata, da monitorare costantemente, rispetto ad investimenti alternativi. In questo caso una variazione sensibile e non contingente del rendimento periodico o un'occasione di *capital gain* di una qualche con-

sistenza potrebbe indurre l'azionista a cambiare l'oggetto dell'investimento, per cui l'orizzonte temporale è più indeterminato. Sotto questo profilo è basilare che sia quanto più possibile neutralizzato a priori ogni possibile vincolo alla velocità di passaggio ad altro investimento che emerga nello scenario come più conveniente. Non basta che le azioni, in quanto strumenti mobiliari, siano di realizzo non vincolato ad alcuna scadenza. Sul piano pratico quel che conta è la possibilità che lo smobilizzo avvenga immediatamente e senza perdite. Il che significa che in concreto lo smobilizzo a condizioni non penalizzanti è subordinato alla liquidità del mercato, cioè a condizioni di efficienza dello stesso. Se perfettamente efficiente il mercato, in stato di equilibrio, reagisce solo ad una variazione dei fondamentali per rischio/rendimento delle imprese quotate. In realtà, tuttavia, nessun mercato è perfetto e perciò è dato di osservare una continua volatilità dei prezzi rispetto ai valori intrinseci delle imprese quali dati dai fondamentali per rischio e rendimento. Ciò si spiega con il fatto che le variazioni di valore intrinseco dell'impresa si manifestano sotto la spinta di fattori ad azione *lenta* (variazioni del fatturato, costo del lavoro, ecc.) mentre le variazioni del prezzo di mercato si collegano per lo più alle variazioni di "umore" degli azionisti, molto più frequenti e ad azione rapida perché derivano dalla permeabilità psicologica della grande massa degli azionisti che alimentano il "flottante"<sup>1</sup> azionario all'influenza di fattori esterni.

Tuttavia, la struttura psicologica di base, specifica di ogni individuo, è meno soggetta a influenze contingenti e ha carattere tendenzialmente permanente (o a modificazione lentissima), in quanto fondata su un'eredità genetica, che porta a preferenze di fondo *a priori* in ordine ai possibili investimenti, in funzione della diversa propensione al rischio combinato con il rendimento e della diversa capacità cognitiva dei singoli individui di valutarli. Questo fa sì che l'orientamento di fondo verso l'investimento azionario venga praticamente determinato da quella struttura di base che vale a differenziare gli investitori, secondo quanto si riscontra nella realtà dei mercati, secondo una varia tipologia che peraltro si può raggruppare in alcune fasce, al loro interno tendenzialmente omogenee:

---

<sup>1</sup> Con ciò si intende il numero delle azioni della società disponibili per la negoziazione, con esclusione quindi delle partecipazioni di controllo (e di altre equiparate a queste in vari Paesi).

– investitori marcatamente speculativi e quindi a bassa avversione al rischio, che possono essere professionali o amatoriali e che, operando tipicamente “allo scoperto”, sono naturalmente portati (costretti) ad assegnare un brevissimo orizzonte temporale al loro investimento;

– investitori autonomi, con bassa disponibilità di capitale che impedisce la diversificazione e con essa l’abbattimento del rischio idiosincratico; questi investitori sono solitamente inclini a investire in titoli poco volatili per la loro normale condizione psicologica di avversione al rischio, e si caratterizzano per essere in parte “attendisti” – con orizzonte temporale indefinito, in quanto dipendenti dalla permanenza o meno di condizioni di convenienza comparata di quell’investimento rispetto ad altri – oppure “conservativi”, molto meno attenti alle variazioni meramente “contingenti” di convenienza di quell’investimento rispetto ad investimenti alternativi; sono, questi ultimi, gli investitori tipicamente di minoranza stabile, che assumono un ruolo centrale nella nostra analisi;

– investitori che, ridotto o consistente che sia il loro capitale, vogliono beneficiare della diversificazione del rischio in via indiretta e di una gestione professionale, acquistando quote di un fondo d’investimento; il Fondo agisce quindi, nell’aspetto economico, come un delegato di investitori individuali avversi a governare personalmente il rischio;

– investitori autonomi che, disponendo di ingenti capitali e volendo gestirli in proprio, potranno comporre un portafoglio sufficientemente diversificato;

– investitori autonomi di notevoli dimensioni che, non curandosi della diversificazione, vogliono investire la gran parte del loro capitale nel pacchetto azionario di comando in una società, assumendo un orizzonte temporale ampio per il loro investimento (in particolare, poi, se si tratta di soci fondatori).

Alla diversità di orizzonte temporale dell’investimento fa solitamente riscontro, *coeteris paribus*, una corrispondente diversità di preferenze in ordine alla “composizione” del rendimento atteso.

Gli investitori di breve o brevissimo periodo sono interessati solo al possibile guadagno immediato, quale conseguibile in particolare da repentine e momentanee (anche se solitamente lievi) differenze di prezzo di acquisto e vendita, con un continuo rigiro del capitale investito, e i loro comportamenti e la logica che vi presiede, già notevolmente indagati nella letteratura, non sono l’oggetto principale di considerazione nella nostra analisi. Come pure non

lo sono, se non marginalmente, i comportamenti degli investitori istituzionali come i fondi, cui si è fatto cenno. La nostra analisi, infatti, si interesserà maggiormente agli aspetti psicologici del problema *agent-principal* nelle vicende più rilevanti della vita societaria (con particolare riguardo alle società a proprietà concentrata). Le considerazioni che saranno svolte faranno principalmente riferimento al caso di società a proprietà diffusa e, ancor più, a proprietà concentrata ma in entrambi i casi quotate in Borsa. Tuttavia, un consistente cenno integrativo verrà opportunamente fatto anche al caso di società non quotate, anche perché, fra l'altro, il comportamento del gruppo di comando e degli azionisti di minoranza di queste meritano considerazioni differenziate rispetto al caso delle società quotate.

La focalizzazione dell'analisi sui criteri comportamentali che guidano le scelte degli investitori – sia all'atto dell'investimento sia in sede di valutazione delle opportunità di mantenimento o abbandono della posizione, in relazione all'andamento dell'impresa e alle strategie del gruppo di comando – si muove alla luce delle linee-guida della Finanza comportamentale, senza peraltro appiattirsi completamente su queste. In ogni caso ci si muove lungo una linea molto distante dall'approccio tradizionale seguito in materia dalla maggior parte della letteratura, ancorata tuttora, per quanto riguarda le scelte d'investimento, alla visione classica e soprattutto neo-classica di razionalità degli investitori, dell'informativa omogenea ed uniformemente diffusa e di un mercato perfetto o quantomeno efficiente.

## 2. La dottrina classica

Pur se il problema delle scelte d'investimento nasce con le prime sistematizzazioni dottrinarie del funzionamento dell'economia, è solo verso la metà del secolo scorso che si hanno elaborazioni sempre più sofisticate di modelli stilizzati e a taglio quantitativo, basati su ipotesi che, per poter soddisfare le condizioni di generalità del modello, dovevano essere necessariamente estremamente restrittive e irrealistiche. La generalizzazione che si voleva ottenere, infatti, precludeva la considerazione di una varietà di figure di investitori con la corrispondente gamma differenziata di preferenze (per composizione del rendimento, ottica temporale dell'investimento ecc.) e doveva considerare soltanto un *ideal-tipo* (anziché *real-tipo*) di azionista, sulla base di un *set* predeterminato di ipote-



si relative alle preferenze di questo. Inoltre, per giustificare la permanente validità del modello, era necessario introdurre la condizione di immutabilità dello scenario. Si può quindi scorgere l'inclinazione a trattare le scelte d'investimento secondo un approccio quasi deterministico, abbastanza vicino a quello delle scienze esatte (che però non riguardano l'uomo), anche se comunque non viene ignorato il peso dell'incertezza che caratterizza le opzioni d'investimento e che, a differenza del rischio in senso proprio, non può essere trattata in base a calcoli di probabilità oggettive, ma piuttosto di probabilità "stimate" soggettivamente.

È del 1944 la famosa Teoria dell'Utilità Attesa di Von Neumann e Morgenstern<sup>2</sup> secondo la quale, tra le alternative disponibili sul mercato, gli individui, operando in condizioni d'incertezza, tendono a scegliere quella con la più alta utilità "attesa", quale desumibile da una funzione in cui la utilità derivante da ciascuna alternativa viene ponderata con la probabilità, stimata dall'investitore, che essa si concretizzi effettivamente. In questo contesto teorico viene quindi considerato razionale il comportamento con cui l'individuo, *supposto del tutto impermeabile agli impulsi emotivi*<sup>3</sup>, va-

---

<sup>2</sup> Von Neumann J., Morgenstern O., *The Theory of Games and Economic Behaviour*, Ed. Princeton University Press, 1944.

<sup>3</sup> La concezione di un decisore economico impermeabile alle sensazioni emotive è tuttavia di alcuni decenni più antica. Scrivono Raggetti, Ceravolo, *Neuroeconomia... neurofinanza: i correlati neurali del Direct Access Trading*, Mc Graw Hill, 2016, 48: "Nel 1883, traendo spunto dalla terminologia evolucionista, si diffonde la metafora del cosiddetto *Homo Oeconomicus* con essa s'ipotizza un decisore economico impermeabile alle sensazioni emotive ed agli stati mentali, sempre ben informato, *ex ante*, sugli effetti (conseguenze) attese per ogni scelta possibile, oltre che consapevole, logico (razionale) e pronto a decidere solo in funzione della convenienza economica (profitto). Si assume anche che le sue preferenze siano stabili nel tempo: con la Teoria delle Preferenze espresse si sostiene che esse siano fonti affidabili per chiarire il comportamento individuale, fino a permetterne la stima del suo evolversi". Sulle critiche a questa teoria gli Autori citati fanno rinvio a una serie di economisti e psicologici. Si vedano, in particolare, Herbert S., *Causalità, razionalità, organizzazione*, Il Mulino, 1985 e Simon H., Egidi M., Viale R., Marris R., *Economics, bounded, rationality and the cognitive revolution*, Ed. Edward Elgar Publishing, 2008, nonché Baker G., *The economic approach to human behavior*, Ed. Chicago University Press, 1976 (part. 1-2). Fin da 1956 Simon propone, il concetto di "razionalità limitata" e rileva che il processo decisionale è condizionato dalle capacità cognitive dell'uomo, che limitano il processo di acquisizione delle informazioni e il tempo di attenzione alle stesse nonché la capacità di memorizzarle, per cui il decisore non può massimizzare l'utilità ma deve necessariamente focalizzarsi solo su alcune delle conseguenze che deriveranno dalle sue decisioni e accontentarsi di un risultato abbastanza soddisfacente piuttosto che mirare alla migliore soluzione possibile.

luta gli investimenti in funzione di un obiettivo di ritorno economico, o comunque di ottenimento di un premio (reward), in condizioni di piena informazione.

Ciò che caratterizza questa e le altre elaborazioni teoriche in questo periodo è il postulato della perfetta razionalità del singolo operatore e quindi, come conseguenza, anche della massa degli operatori. Date le premesse, gli studiosi che si collocano in questo filone di ricerche possono sostenere che, in condizioni di piena informazione di ogni operatore, tutti gli operatori hanno una totale omogeneità delle aspettative, la quale fa sì che il mercato operi costantemente in condizioni di equilibrio ed esprima prezzi pari ai valori *intrinseci* delle imprese cui quei titoli fanno riferimento. Un mercato perfetto, quindi. Non entriamo nel dibattito circa la eventuale tautologia presente in questo ragionamento<sup>4</sup>, e proseguiamo piuttosto con l'osservare che vale evidentemente, nella situazione ipotizzata, la *Law of One Price* (legge del prezzo unico) per titoli con identiche caratteristiche di rischio e rendimento.

I contributi scientifici che, in questo periodo, si inquadrano in vario grado nel filone della razionalità dell'investitore quale inteso da Von Neuman e Morgenstern sono dati principalmente dalla Portfolio Selection Theory (Markowitz, 1952<sup>5</sup>), dalla State-preference Theory (con gli studi di Debreu, 1959<sup>6</sup>, e poi di Arrow (1964<sup>7</sup>), dalla celebre tesi dell'irrelevanza della struttura finanziaria aziendale (Modigliani e Miller, con la versione del 1958 e quella del 1963<sup>8</sup>),

---

<sup>4</sup>Relativa al fatto che la informazione, per essere perfetta, presuppone essa stessa un mercato già perfetto. In definitiva, se il mercato è perfetto consente una perfetta informazione all'investitore perfettamente razionale, per cui tutti gli operatori, supposti tutti perfettamente razionali, esprimono aspettative perfettamente omogenee e quindi il mercato è sempre in equilibrio ed esprime prezzi corrispondenti al valore intrinseco delle imprese, che è la condizione per cui il mercato è perfetto. Ossia, perveniamo alla conclusione che il mercato sia perfetto sulla base di un ragionamento che già presuppone questa condizione.

<sup>5</sup>Markowitz H., *Portfolio Selection*, Journal of Finance, Vol. 7, 1952.

<sup>6</sup>Debreu G., *The Theory of Value*, Wiley, 1959.

<sup>7</sup>Arrow K.G., *The role of Securities in The Optimal Allocation of Risk-Bearing*, Review of Economic Studies, Vol. 31, no. 2, April 1964 e si veda anche, del medesimo Autore, *Essays in Theory of Risk Bearing*, North-Holland, 1971.

<sup>8</sup>Miller H., Modigliani F., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, Vol. 48, No.3, June 1958, e, dei medesimi Autori, *Corporate income Taxes and the Cost of Capital: a Correction*, American Economic Review, Vol. 53, No. 3, June 1963.

dal Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964, Lintner 1965<sup>9</sup>, Mossin, 1966<sup>10</sup>).

Ovvio, peraltro, che una posizione teorica che postulava la “perfetta” razionalità dell’investitore *ideal-tipo*, come base per costruire un modello di orientamento per le scelte dell’investitore reale, apparisse poco idonea a questo fine, proprio perché estranea al contesto in cui gli investitori operano le scelte e poco inclusiva della gamma di motivazioni che possono guidare queste ultime. Il modello, per poter essere generale, presupponeva una forte rigidità di ipotesi di base, che lo rendevano del tutto irrealistico ed inapplicabile ai fini dell’interpretazione e previsione del comportamento dell’investitore reale e poco adatto a rappresentare almeno una *guide-line* di orientamento per questi<sup>11</sup>.

### 3. La dottrina neo-classica

È sul finire degli anni '60 del secolo scorso che l'insofferenza verso un assioma di assoluta razionalità dell'investitore comincia a manifestarsi negli studiosi di Finanza, principalmente in quelli della scuola di Chicago, che daranno vita alla c.d. “Finanza Neo-classica” in opposizione alla Finanza classica precedente. Dagli studi del più noto di essi, Fama, emergono nuovi paradigmi e si afferma una nuova teoria, quella dei “Mercati efficienti”<sup>12</sup>, che riduce la portata dei postulati della teoria del mercato perfetto poiché considera che, non essendo tutti (e costantemente) perfettamente razionali gli operatori, data la razionalità naturalmente limitata degli esseri umani, anche il mercato cui essi danno luogo con le loro negoziazioni non potrà essere perfetto. In altri termini, poiché la razionalità degli individui è non assoluta ma relativa, al mercato perfetto occorre sostituire una sua *proxy*. Da qui l'affermazione di un nuovo paradigma, meno irrealistico di quello della

---

<sup>9</sup>Lintner J., *The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budget*, Review of Economics and Statistics, n. 47, 1965.

<sup>10</sup>Mossin J., *Equilibrium in a Capital Asset Market*, Econometrica, Vol. 34, No. 4, October 1966.

<sup>11</sup>A stento poteva rappresentare, per usare una metafora, una stella polare frequentemente coperta da nubi...per la bussola bisognava aspettare.

<sup>12</sup>Fama E.F., *Efficient Capital Markets*, Journal of Finance, 1970, 25, 383-417.

Teoria classica e che realizza, si potrebbe dire, il passaggio dall'assoluto al relativo. Infatti, non si parla più di perfezione del mercato ma, piuttosto, di "efficienza", la quale, nella teoria di Fama, è determinata dall'informazione omogenea ed uniforme per tutti gli investitori che, a sua volta, determina per questi una uniformità di aspettative. L'ipotesi alla base di questa posizione teorica è che l'efficienza sul piano informativo sia di per sé condizione necessaria e sufficiente per garantire l'efficienza valutativa, intesa come valutazione dell'impresa imperniata sui suoi "fondamentali" in quanto espressivi del suo valore intrinseco. Entrambe queste condizioni di efficienza – informativa e valutativa – adducono, in assenza di elementi "frizionari", all'efficienza allocativa dei capitali. Infatti, per effetto della concorrenza, diventa uguale per tutti gli operatori il saggio di rendimento marginale aggiustato per il rischio e quindi, data l'uniformità delle aspettative, il prezzo di mercato che si forma è unico.

È basilare notare che il funzionamento del modello non postula che l'informazione sia necessariamente di altissimo livello, ma solo che sia omogenea ed uniformemente diffusa. Anche se Fama suddivide l'efficienza informativa su tre livelli (efficienza forte, semi-forte e debole), è sufficiente che l'informazione, quale che sia il suo livello, anche quello basso, sia uniforme (anzi, basta che lo sia per la gran parte del mercato, non necessariamente per tutti gli investitori) perché si verifichi l'allineamento delle scelte da parte del complesso degli investitori "normalmente" razionali. Questo perché ogni individuo razionale si aspetta che anche gli altri siano razionali e facciano scelte conformi ad aspettative razionali. Se poi si verificano scostamenti dall'allineamento di cui sopra per difetto di razionalità di qualche operatore, essi, manifestandosi nei due sensi, tenderanno per la gran parte a compensarsi e per il residuo sarà il tempestivo intervento dell'arbitraggio a riportare immediatamente il mercato in condizioni di equilibrio (efficienza) valutativo. In definitiva non occorre che tutti gli operatori siano razionali ma basta che lo sia il loro comportamento medio. Il che significa il comportamento "di massa".

Da tutto ciò consegue che vale la c.d. *Random Walk*, nel senso che si avranno variazioni di prezzo solo sotto lo stimolo di nuove informazioni non prevedibili *ex ante* e che riguardano i fondamentali, cioè il valore intrinseco dell'impresa.

Su questa direttrice evolutiva della dottrina, che si sviluppa per tutti gli anni '70 e che ha poi assunto un ruolo dominante che perdura tuttora, si innestano anche i contributi della *Option Pricing*

*Theory* di Black e Scholes (1973)<sup>13</sup> e della *Arbitrage Pricing Theory* di Ross (1976)<sup>14</sup>, modello, questo, considerato alternativo al già citato e più diffuso Capital Asset Pricing Model.

#### 4. I limiti dell'approccio concettuale delle teorie tradizionali

Va notato che l'impostazione seguita dalle teorie sopra esaminate e le conclusioni cui esse approdano sono la conseguenza di un approccio al problema delle scelte basato su tecniche di analisi quantitativa. Queste presentano certamente il vantaggio di stimare in termini più precisi l'azione delle variabili in gioco nelle scelte finanziarie e quindi il risultato atteso e il *range* di variabilità dello stesso ma, escludendo gli aspetti qualitativi, escludono giocoforza tutti quei fattori psicologici e caratteriali che rappresentano invece la radice dei comportamenti di reazione dell'operatore agli stimoli interni ed esterni (vari e continuamente variabili).

Non a caso si è ritenuto che la prova evidente del "fallimento" anche del modello neo-classico nell'interpretare il comportamento dell'operatore stia nella manifestazione più esemplare di irrazionalità della massa degli azionisti quale è data dalle "bolle" borsistiche, prodotte da movimenti di "euforia irrazionale". Infatti, non vale ricordare, a sostegno dei modelli ora esaminati, che, guardando al trend del mercato azionario in duecento anni<sup>15</sup>, le bolle hanno rappresentato interruzioni o regressioni di durata relativamente breve se rapportata al periodo complessivo preso come riferimento e il loro impatto sul rendimento complessivo è stato pertanto estremamente diluito. Si può infatti controbattere che sia durante quegli scostamenti delle quotazioni dai fondamentali (per periodi talora non molto brevi), sia, anche, i modesti scostamenti che si registrano con quotidiana frequenza determinano trasferimenti di ricchezza da operatore ad operatore motivati non già da variazioni dei fondamentali bensì da disomogeneità informativa e tali trasferimenti sono solo in parte modesta reciproci e compen-

---

<sup>13</sup>Black F., Scholes M., *The Price of Options and Corporate Liabilities*, The Journal of Political Economy, 1973.

<sup>14</sup>Ross S.A., *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, Journal of Economic Theory, Issue 13, December 1976.

<sup>15</sup>Siegel Jeremy J., *Stocks for the Long Run*, Mc Graw Hill, 2002. Disponibile anche nella versione italiana "Rendimenti finanziari e strategie d'investimento: i titoli azionari nel lungo periodo", Il Mulino, 2010.

sativi pur considerando un grandissimo numero di operazioni. Non è applicabile qui la legge dei grandi numeri e non ci troviamo in presenza di un *Random Walk* quando entra in gioco la grande speculazione: il trasferimento di ricchezza è nella gran parte dei casi a favore di questa e dei *first followers* e lo è, in definitiva, anche il saldo di lungo periodo. E il fatto che l'andamento dell'indice nel lunghissimo periodo sia stato positivo non basta a rassicurare l'investitore che, mantenendo i titoli a lungo, potrà *sicuramente* evitare di esporsi alle perdite (perché il prezzo prima o poi tornerà ad allinearsi ai fondamentali) e anzi guadagnerà sicuramente grazie a un trend comunque ascendente dei prezzi di lungo periodo (se l'economia nel suo complesso tende allo sviluppo in tale periodo: innanzitutto questo andamento di prezzo riguarderebbe al più l'indice di mercato e non il corso dei titoli delle singole società, in secondo luogo, se per aspettare il recupero delle perdite e i "sicuri" guadagni l'investitore si adattasse ad attendere anche per un tempo molto lungo, potrebbe avvalorare un motto di Keynes tanto famoso da rendere inutile qui riportarlo... (per un riguardo a lettori che fossero anche investitori un po' superstiziosi). Nel breve periodo, invece, e quindi con l'ottica ai guadagni soprattutto o esclusivamente in termini di *capital gain*, ciò che più deve contare per l'investitore, ai fini della scelta, come ben aveva compreso Keynes, non è tanto il valore dei fondamentali e le variazioni di questo, bensì come si muoveranno le correnti dominanti dei venditori e degli acquirenti poiché è dai movimenti di massa che dipenderà la dinamica a breve del prezzo (anche, se nel tempo, gli scostamenti dai fondamentali seguiranno tendenzialmente un movimento più o meno a spirale attorno alla linea di evoluzione dei fondamentali). E tali masse sono composte da operatori con la più varia capacità di interpretazione delle informazioni, che nella gran parte dei casi osservano come si muovono i titoli e tendono ad accodarsi con vari gradi di velocità ignorando deliberatamente, per lo più, qualsiasi informazione. Lo spostamento della nube delle scelte della massa al di sopra o al di sotto del prezzo corrispondente ai fondamentali è dovuta quindi, in gran parte, a una etero-direzione da parte dei *market makers* (grande speculazione e *first followers* istituzionali) di fronte a una rinuncia della gran parte dei piccoli investitori a formulare una propria strategia autonoma d'investimento, a causa di una scarsa informativa e di una loro bassa capacità interpretativa autonoma della stessa, che per giunta non sempre è oggettiva ma risente, a sua volta, della volontà del comunicatore di influenzare l'opinione degli investitori e quindi il prezzo di