



MASSIMILIANO SILLA
MULTI FAMILY OFFICE

Il fattore **umano**.

Gli errori che costano più delle commissioni: perché la testa sbaglia quando in gioco ci sono i soldi, dove sbaglia (il gregge, l'ancora, i vincenti venduti e i perdenti tenuti, il momento sbagliato) e come ci si difende con regole decise a mente fredda: il piano scritto, gli automatismi, il ribilanciamento, un argine. Una guida indipendente per chi vuole investire senza farsi del male.

■ LA TESTA

■ LE TRAPPOLE

■ LE DIFESE

EDIZIONE · SETTEMBRE 2026
MASSIMILIANOSILLA.COM

Il nemico allo specchio.

Nel decennio chiuso nel 2025 i fondi americani hanno reso il 9,9% l'anno; chi li possedeva ha ottenuto l'8,7%. Un punto e due l'anno, che in vent'anni vale un quinto del capitale finale e che nessuna commissione spiega: perso nelle date in cui si è entrati e usciti. In Italia solo il 10% degli investitori ha un piano pluriennale, l'83% ritiene utile controllare il portafoglio almeno una volta al mese e il 69% non tollera nemmeno una perdita minima; nel marzo 2020 il risparmio gestito ha registrato 8,7 miliardi di riscatti, e nel trimestre del rimbalzo i soli fondi ne hanno raccolti quasi 15.

Questa guida mette ordine con l'impianto della collana: la testa (il costo misurato del comportamento, le due velocità del pensiero, la paura di perdere, l'eccesso di fiducia), le trappole (il gregge e la notizia, l'ancora e i conti mentali, i vincenti venduti e i perdenti tenuti, il momento sbagliato) e le difese (il piano scritto, gli automatismi, una famiglia con 300.000 euro su due strade, l'argine e il venditore, le parole). Ogni numero è datato e ogni studio è citato con autori e anno; le fonti sono verificate al settembre 2026.

È una guida indipendente: non vende prodotti né previsioni, e la sua tesi è semplice: il nemico dell'investitore non è il mercato, è la persona allo specchio; e si governa in un solo modo, decidendo nel giorno calmo che cosa si farà nel giorno della paura. Le guide sorelle accompagnano il resto del viaggio.

COME USARE QUESTA GUIDA

- **È navigabile.** Dall'indice si salta al capitolo con un clic; il numero di pagina in basso riporta sempre all'indice.
- **I box «In parole semplici»** traducono i concetti più tecnici in analogie quotidiane.
- **«Da ricordare»,** in coda a ogni capitolo tranne il glossario, riassume i punti essenziali in poche righe.
- **Il glossario finale** raccoglie tutti i termini tecnici: quando un termine non torna, la risposta è lì.

Tredici capitoli, un percorso.

PARTE PRIMA · LA TESTA

01	Il costo del comportamento: il divario invisibile	6
02	Le due velocità del pensiero	11
03	La paura di perdere	15
04	L'eccesso di fiducia	19

PARTE SECONDA · LE TRAPPOLE

05	Il gregge e la notizia	24
06	L'ancora e i conti mentali	28
07	Vendere i vincenti, tenere i perdenti	32
08	Il momento sbagliato: il market timing	36

PARTE TERZA · LE DIFESE

09	Il piano scritto: le corde di Ulisse	42
10	Il pilota automatico: automatismi e ribilanciamento	47
11	Il caso completo: una famiglia, due strade	51
12	Il perno: l'argine e il venditore	56
13	Glossario essenziale	61
	Avvertenze	64

Il comportamento, in sei numeri.

1,2 punti

Il divario annuo fra il rendimento dei fondi (9,9%) e quello dei loro investitori (8,7%) nel decennio al 2025: il costo delle date, in parte meccanico e in parte comportamento, che nessun prospetto mostra.

2,25 volte

Quanto pesa una perdita rispetto a un guadagno uguale (Tversky e Kahneman, 1992): la ragione per cui si vende nel giorno della paura.

-33,8%

Il crollo dell'azionario mondiale in euro fra il 19 febbraio e il 23 marzo 2020; il massimo è tornato il 7 gennaio 2021. Chi è uscito ha guardato il rimbalzo da fuori.

6 su 10

I giorni migliori di Borsa degli ultimi vent'anni caduti entro due settimane dai dieci peggiori: uscire dopo un crollo vuol dire perdere il rimbalzo.

10%

Gli investitori italiani che fanno riferimento a un piano finanziario pluriennale (Consob, 2024); nel Rapporto 2022 l'83% riteneva utile controllare il portafoglio almeno una volta al mese.

166.000 €

La differenza dopo sei anni fra due famiglie con gli stessi 300.000 euro e gli stessi due fondi: una con il piano scritto, una senza (capitolo 11).

Fonti: Morningstar, Mind the Gap 2026; Tversky e Kahneman (1992); MSCI, indice World in euro, dividendi reinvestiti; J.P. Morgan Asset Management (2026, indice S&P 500); Consob, Rapporti 2022 e 2024; caso del capitolo 11 su indici MSCI e Bloomberg, senza costi né imposte. Dati a settembre 2026.



PARTE PRIMA · CAPITOLI 1-4

La **testa**.

Perché sbagliamo: il costo misurato del comportamento,
le due velocità del pensiero, la paura di perdere, l'eccesso
di fiducia.

01

Il divario
invisibile.

Ogni fondo pubblica un rendimento; quasi nessun risparmiatore lo ottiene. Fra il rendimento del prodotto e quello della persona che lo possiede c'è un divario che non compare in nessun prospetto, perché non è un costo del prodotto: è il costo delle date in cui si è entrati e usciti. Negli Stati Uniti lo si misura da vent'anni e vale circa un punto percentuale l'anno; in Europa non va meglio. Questo capitolo lo mette in cifre, ne pesa l'effetto su vent'anni, lo confronta con le commissioni e poi guarda il risparmiatore italiano allo specchio.

1.1 Due rendimenti per lo stesso fondo

Un fondo ha un rendimento ufficiale: quello di un euro versato il primo giorno e lasciato fermo fino all'ultimo. Ma nessun risparmiatore versa un euro il primo giorno e lo lascia fermo: versa quando si sente tranquillo e ritira quando ha paura, e il rendimento che il suo denaro ha ottenuto davvero dipende da quelle date. Gli studiosi chiamano il primo **rendimento del fondo** (ponderato per il tempo) e il secondo **rendimento dell'investitore** (ponderato per i flussi di denaro). La differenza fra i due è il **divario dell'investitore**, e nessun documento consegnato in banca lo mostra, perché non appartiene al prodotto: appartiene a chi lo possiede.

Morningstar lo misura dal 2005, ogni anno, con lo studio *Mind the Gap*. L'edizione dell'agosto 2026, su circa 23.000 fondi ed ETF statunitensi, dice che nei dieci anni chiusi al 31 dicembre 2025 il dollaro medio investito ha reso l'**8,7% l'anno contro il 9,9%** dei fondi in cui era investito: 1,2 punti l'anno, circa il 12% del rendimento. I divari della figura sono quelli che Morningstar calcola sui rendimenti non arrotondati: la sottrazione fra le due cifre mostrate può differire di un decimo. Tradotto in denaro: i 13.600 miliardi di dollari presenti nei fondi all'inizio del 2016 sarebbero diventati quasi 35.000 se nessuno li avesse toccati; ne risultavano 29.700, con circa 3.800 miliardi di «effetti di timing». Le edizioni precedenti raccontano la stessa storia: 1,7 punti nel decennio chiuso nel 2022, 1,1 in quello chiuso nel 2023, 1,2 in quello chiuso nel 2024. Nel decennio al 2023 il divario è stato negativo in tutti e dieci gli anni solari, con circa due punti nel solo 2020, quando gli investitori ritirarono quasi 500 miliardi di dollari mentre i mercati scendevano e persero una parte del rimbalzo.

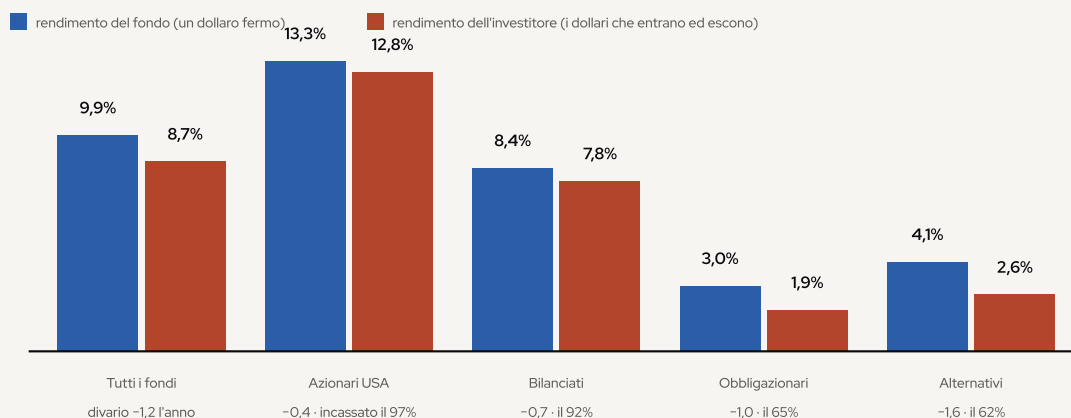
La figura mostra il divario per famiglia di prodotti. Chi possedeva fondi azionari americani ha incassato il 97% del rendimento dei suoi fondi; chi possedeva fondi obbligazionari fra il 49 e il 65%, chi possedeva fondi alternativi il 62%. Il divario si allarga dove il prodotto è più volatile, più specializzato o più di moda,

cioè dove è più facile entrare e uscire al momento sbagliato: l'edizione 2025 aveva un titolo che vale una tesi, «più gli investitori hanno negoziato, meno hanno guadagnato», e mostrava che il quintile di fondi più movimentati dai clienti perdeva 1,8 punti l'anno contro gli 0,8 del quintile più tranquillo, e che i fondi meno volatili avevano consegnato ai loro investitori il 9,6% l'anno contro il 3,4% dei più volatili.

IN PAROLE SEMPLICI

Il rendimento del fondo è la velocità media del treno da Milano a Roma; il rendimento dell'investitore è la velocità media di chi è salito a Bologna, è sceso a Firenze spaventato da un rallentamento e ha aspettato il treno dopo. Il treno è arrivato in orario; il passeggero no, e la colpa non è del treno.

DIECI ANNI AL 31 DICEMBRE 2025, FONDI ED ETF AMERICANI: RENDIMENTO ANNUO DEL FONDO E DELL'INVESTITORE



Il divario si allarga dove il prodotto è più volatile o specializzato, cioè dove è più facile entrare e uscire al momento sbagliato.

FIGURA 1 Il divario per famiglia di prodotti

Morningstar, Mind the Gap 2026; divari sui rendimenti non arrotondati

1.2 In Europa, e nei conti in banca

Il fenomeno non è americano. Nell'edizione internazionale dello studio (cinque anni al giugno 2023) tutti e sei i domicili esaminati mostrano un divario negativo: **0,82 punti l'anno in Lussemburgo**, dove i risparmiatori hanno perso il 27% del rendimento dei loro fondi, **0,73 in Irlanda** (18%), 0,32 nel Regno Unito e 0,40 in Australia. Lussemburgo e Irlanda ospitano più della metà del patrimonio dei fondi europei, e sono i domicili di circa due terzi dei fondi in mano alle famiglie italiane: sono il dato più vicino all'esperienza di un risparmiatore italiano. Nei soli fondi azionari il divario sale a 1,32 punti l'anno in Lussemburgo e 0,91 in Irlanda; circa il 70% dei fondi azionari ha un divario negativo e uno su quattro supera i tre punti l'anno. Nei prodotti di moda diventa una voragine: i fondi sull'energia pulita avevano reso il 13,3% l'anno, i loro investitori il 2,9%, perché il denaro era arrivato in massa dopo il grande rialzo

del 2020. Morningstar osservava che i divari più stretti si trovano nei mercati dove la consulenza è più completa (Regno Unito, Australia) e i più larghi dove i fondi si vendono con le retrocessioni: un tema che il capitolo 12 riprende.

La società americana DALBAR calcola dal 1994, su una serie che parte dal 1985, un divario con un metodo diverso, sui flussi aggregati dell'intera industria, e ottiene numeri più grandi: a trent'anni chiusi nel 2022 l'investitore medio in fondi azionari avrebbe reso il 6,81% l'anno contro il 9,65% dell'indice americano; nel solo 2024 il 16,54% contro il 25,02%; nel 2025 il divario annuo si è ristretto a 0,72 punti, il più basso dal 2012. Il metodo è discusso e la guida lo cita come ordine di grandezza, non come misura. Le misure accademiche stanno nel mezzo: Ilia Dichev (*American Economic Review*, 2007) ha trovato che i rendimenti ponderati per i flussi sono inferiori a quelli di chi compra e tiene di 1,3 punti l'anno sulla Borsa di New York dal 1926 al 2002, e di 5,3 punti sul Nasdaq dal 1973, perché i soldi entrarono in massa sui massimi della bolla; Friesen e Sapp (*Journal of Banking & Finance*, 2007) hanno stimato in 1,56 punti l'anno il costo delle decisioni di timing degli investitori in fondi azionari dal 1991 al 2004, più alto nei fondi con commissioni d'ingresso.

Per chi non compra fondi ma singole azioni, il conto è più salato: le famiglie americane che negoziavano di più rendevano l'11,4% l'anno contro il 17,9% del mercato, come racconta il capitolo 4, e l'archivio completo della Borsa di Taiwan mostra che gli investitori individuali, tutti insieme, perdevano 3,8 punti l'anno, una somma pari al 2,2% del prodotto interno lordo del Paese. Qualunque sia lo strumento di misura, l'ordine di grandezza è lo stesso: **fra uno e due punti l'anno per chi investe in fondi, di più per chi fa da sé.**

1.3 Che cosa vale un punto l'anno

Un punto percentuale sembra poco, e questa è la sua forza. Centomila euro che rendono il 6% l'anno diventano in vent'anni 320.714; se rendono il 5%, diventano 265.330: **55.000 euro in meno, il 17% del risultato**. In trent'anni la differenza è un quarto del capitale finale. Un punto l'anno è anche dello stesso ordine di grandezza delle commissioni: un fondo azionario venduto allo sportello in Italia costa fra l'1,8 e il 2,3% l'anno di spese correnti, e i fondi azionari domiciliati in Italia sono, con quelli portoghesi, i più costosi d'Europa secondo l'ESMA; la guida sorella sui costi invisibili ha fatto quel conto. Il comportamento costa, in media, una cifra paragonabile, e i due costi si sommano; per chi vende nel giorno della paura, come la famiglia del capitolo 11, costa molto di più; ma le commissioni sono scritte nel documento informativo, mentre il divario non è scritto da nessuna parte. È il divario invisibile del titolo.

Per onestà va detto che non tutto il divario è errore. Morningstar stessa avverte di non leggerlo come «la parabola del denaro stupido»: anche pratiche lodevoli come versare una parte di ogni stipendio creano un divario meccanico, perché in un mercato che sale il denaro arrivato dopo rende meno di quello arrivato prima, e per il mercato nel suo insieme il divario è zero, perché a ogni venditore corrisponde un compratore. Uno studio pubblicato nel maggio 2026 sul *Financial Analysts Journal* (Fulkerson, Jordan, Riley e Yan) sostiene, con gli stessi dati, che il cattivo timing in senso stretto costi agli

investitori in fondi solo lo 0,10% l'anno. La verità sta nel mezzo, e in un punto preciso: la parte comportamentale del divario si concentra negli anni che contano. Nel 2020 il divario è stato il doppio della media; nel 2022, secondo DALBAR, l'investitore medio in fondi azionari americani ha perso il 21,17% contro il 18,11% dell'indice: tre punti in un anno solo. Il divario medio è un'astrazione; il divario dell'anno di crisi è un assegno.

La storia più citata del settore riguarda Peter Lynch, il gestore del fondo Magellan di Fidelity, che dal 1977 al 1990 rese circa il 29% l'anno, il doppio del mercato. Secondo quanto Lynch stesso ha raccontato, l'investitore medio del suo fondo guadagnò nello stesso periodo circa il 7% l'anno, perché entrava dopo i rialzi e usciva dopo i ribassi; Fidelity non ha mai pubblicato uno studio, e la guida la riporta per quel che è, una dichiarazione del gestore. Ma la lezione regge anche senza il decimale: il miglior fondo della storia non è bastato ai suoi proprietari. **Il divario non è un difetto del prodotto: è un difetto delle date, e le date le sceglie la testa.**

1.4 Il risparmiatore italiano allo specchio

Dal 2015 la Consob fotografa periodicamente le scelte delle famiglie italiane. Nel Rapporto 2024, su 2.011 investitori, il **42%** dichiara di prendere almeno alcune decisioni da solo, il 40% con il supporto di un consulente o di un addetto di banca, il 32% seguendo parenti, amici e colleghi non esperti; solo il **10% fa riferimento a un piano finanziario pluriennale**, e il 23% si dà obiettivi di risparmio mensili. Nel Rapporto 2022 il 63% trovava difficile risparmiare per obiettivi lontani nel tempo, l'**83%** riteneva utile controllare i propri investimenti almeno una volta al mese, e il **69%** dichiarava di non tollerare «una sia pur minima perdita del capitale investito», anche se il 65% avrebbe sopportato perdite di breve periodo a fronte di buone prospettive; oltre il 60% era incline alla contabilità mentale, disposto a rischiare molto su una piccola quota «a parte»; il 62% sentiva di poter perdere i propri risparmi anche senza averne la responsabilità. Ogni numero di questo elenco ha un capitolo in questa guida.

Non è un problema di conoscenze, o non soltanto. Il campione del 2024, fatto di investitori e non dell'intera popolazione, risponde correttamente a quattro domande su cinque sui concetti di base; il 26% sopravvaluta le proprie competenze e il 29% le sottovaluta. È vero che l'alfabetizzazione finanziaria italiana resta bassa (10,7 su 20 nell'indagine della Banca d'Italia del 2023; 53 punti su 100 nel confronto OCSE dello stesso anno, contro una media di 60, al trentaseiesimo posto su trentanove economie), ma le stesse persone che sanno che cosa sia la diversificazione non hanno un piano, controllano ogni mese e temono qualunque perdita. Sapere non basta, perché il momento in cui si decide non è quello in cui si sa: è quello in cui si ha paura.

I flussi lo confermano. Nel marzo 2020 il risparmio gestito italiano ha registrato 8,7 miliardi di riscatti netti, 10,5 dai fondi, mentre 6,2 miliardi si rifugiavano nei fondi monetari; nel trimestre successivo, quello del rimbalzo, i fondi hanno raccolto 14,8 miliardi, di cui 8,5 negli azionari: si è venduto in marzo e ricomprato dopo la risalita. Nel 2022, l'anno del rialzo dei tassi, dai fondi obbligazionari sono usciti 17,4 miliardi, in gran parte dopo che i prezzi erano già scesi. È il divario del paragrafo precedente, scritto in

italiano. Questa guida lo affronta in tre parti: la testa (capitoli 1-4), dove nascono gli errori; le trappole (capitoli 5-8), dove si pagano; le difese (capitoli 9-13), dove si chiude il divario, con un caso completo nel capitolo 11 e il perno nel capitolo 12. Perché il divario si chiude da una parte sola: dalla parte della testa.

DA RICORDARE

- Due rendimenti: quello del fondo (un euro fermo) e quello dell'investitore (gli euro che entrano ed escono). La differenza è il divario dell'investitore: 1,2 punti l'anno negli Stati Uniti nel decennio al 2025 (Morningstar), fra 1,1 e 1,7 punti in tutti i decenni mobili chiusi dal 2020 al 2025.
- Più il prodotto è volatile, specializzato o di moda, più il divario si allarga: gli investitori in fondi obbligazionari e alternativi incassano fra la metà e due terzi del rendimento; chi movimenta di più guadagna di meno.
- In Europa: 0,7-0,8 punti l'anno in Irlanda e Lussemburgo (un quinto, un quarto del rendimento), 1,3 nei fondi azionari lussemburghesi, fino a 10 nei fondi di moda. Per chi negozia azioni da sé, di più.
- Un punto l'anno su 100.000 euro vale 55.000 euro in vent'anni (17% del risultato) e un quarto in trent'anni: lo stesso ordine di grandezza delle commissioni, ma non scritto da nessuna parte.
- Il risparmiatore italiano: solo il 10% ha un piano pluriennale, l'83% ritiene utile controllare ogni mese, il 69% non tollera nemmeno una perdita minima, e nel marzo 2020 ha venduto per ricomprare dopo la risalita. Il problema non è di conoscenze: è di comportamento.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

02

Due velocità,
una testa.

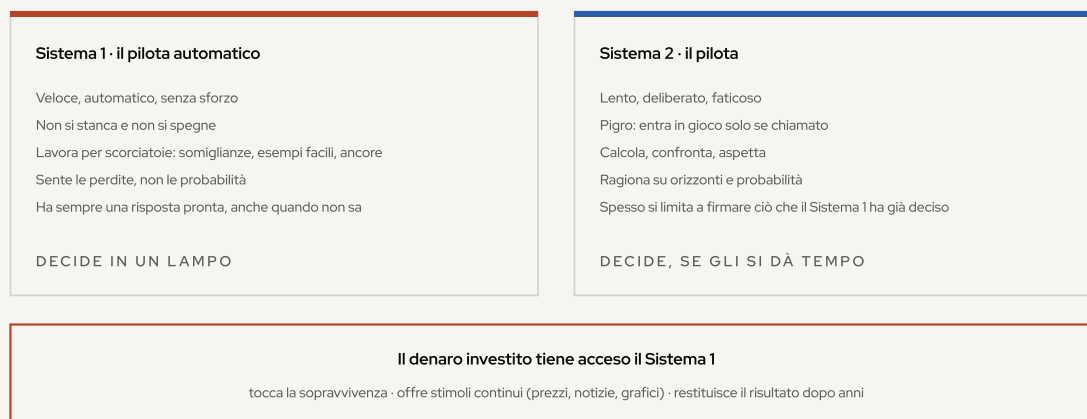
Non sbagliamo perché siamo stupidi: sbagliamo perché abbiamo due modi di pensare, uno veloce e automatico e uno lento e faticoso, e il denaro accende quasi sempre il primo. La finanza comportamentale nasce da questa scoperta, che ha portato tre Nobel e ha cambiato il modo di guardare i mercati. Questo capitolo la spiega senza formule: le due velocità, le scorciatoie che il pensiero veloce usa, e perché i soldi le attivano tutte.

2.1 Il pilota automatico e il pilota

Daniel Kahneman, psicologo, ha ricevuto nel 2002 il Nobel per l'economia per aver mostrato che le persone non decidono come i modelli degli economisti supponevano. Nel suo libro del 2011, *Pensieri lenti e veloci*, ha reso popolare una distinzione che gli psicologi Stanovich e West avevano battezzato: dentro la stessa testa lavorano un **Sistema 1**, veloce, automatico, che non si stanca e non si spegne, e un **Sistema 2**, lento, deliberato, che si stanca presto e che entra in gioco solo quando viene chiamato.

Il Sistema 1 è quello che riconosce un volto, completa la frase «pane e...», frena prima che ne siate consapevoli, e decide in un lampo se una persona è simpatica. È un prodigio dell'evoluzione: senza di lui non sopravvivremmo a una giornata. Il Sistema 2 è quello che fa una moltiplicazione a due cifre, compila un modulo, confronta due offerte. Ha una qualità e un difetto: ragiona bene, ma è pigro, e accetta volentieri le risposte pronte che il Sistema 1 gli passa, spacciandole per proprie.

Il punto che riguarda i soldi è questo: **quasi tutte le decisioni finanziarie che ci costano caro sono decisioni del Sistema 1 firmate dal Sistema 2**. La paura di marzo 2020 che fa vendere, l'entusiasmo del 2021 che fa comprare, la sicurezza con cui si tiene un titolo in perdita «perché tornerà»: sono risposte immediate, emotive, che la ragione ratifica dopo con una motivazione plausibile. La finanza comportamentale è lo studio di come questo accade e di come si può interporre qualcosa fra l'impulso e la firma.



La difesa della terza parte sta tutta qui: spostare la decisione dal giorno del Sistema 1 al giorno del Sistema 2.

FIGURA 2 Due sistemi nella stessa testa

Schema da Kahneman, Pensieri lenti e veloci (2011)

2.2 Le scorciatoie

Il Sistema 1 lavora per **scorciatoie**, che gli psicologi chiamano euristiche. Tversky e Kahneman le descrissero in un articolo del 1974 su *Science*, e le tre principali si incontrano ogni giorno in finanza. La **rappresentatività**: giudicare dalle somiglianze, non dalle probabilità (un fondo che ha reso bene tre anni «somiglia» a un buon fondo, quindi lo è). La **disponibilità**: giudicare dalla facilità con cui un esempio viene in mente (dopo un crollo raccontato per settimane, il crollo sembra probabile; dopo un anno di rialzi, impossibile). L'**ancoraggio**: partire da un numero qualsiasi e correggere troppo poco.

L'esperimento dell'ancoraggio è il più celebre. Si faceva girare una ruota della fortuna truccata per fermarsi su 10 o su 65, poi si chiedeva quale percentuale dei Paesi africani facesse parte delle Nazioni Unite. Chi aveva visto il 10 rispondeva, in media, 25; chi aveva visto il 65 rispondeva 45. Un numero dichiaratamente casuale aveva spostato la stima di quasi il doppio. In finanza le ancore non sono casuali: sono il **prezzo di carico**, il massimo storico, il rendimento dell'anno scorso, la cifra che il venditore ha detto per prima. Il capitolo 6 le mette in fila.

Le scorciatoie non sono difetti da correggere: sono il modo in cui una mente finita affronta un mondo infinito, e nella vita quotidiana funzionano benissimo. Diventano trappole in un ambiente specifico: quello in cui il risultato dipende da probabilità, tempi lunghi e numeri grandi, e in cui la risposta emotiva è quasi sempre l'opposto della risposta giusta. Quell'ambiente si chiama mercato.

IN PAROLE SEMPLICI

Il Sistema 1 è il pilota automatico dell'aereo: perfetto in crociera, gestisce da solo il 95% del volo. Il Sistema 2 è il pilota: interviene nei momenti difficili, se è sveglio e se qualcuno lo chiama. Il problema dell'investitore è che le turbolenze arrivano proprio quando il pilota è stanco, e il pilota automatico non sa che cosa sia una crisi.

2.3 Perché il denaro accende il Sistema 1

Ci sono ambiti in cui il Sistema 2 si sveglia da solo: nessuno compila la dichiarazione dei redditi «d'istinto». Il denaro investito, però, ha tre caratteristiche che tengono acceso il Sistema 1. La prima è che **tocca la sopravvivenza**: per il cervello, una perdita di patrimonio è una minaccia, e le minacce si trattano con la fuga o con l'attacco, non con l'analisi. La seconda è che i mercati offrono un **flusso continuo di stimoli** (prezzi, notizie, grafici, opinioni) che il Sistema 1 elabora in tempo reale, mentre il Sistema 2 avrebbe bisogno di fermarsi. La terza è che il risultato arriva **dopo anni**, e la mente veloce non sa aspettare: valuta ogni giorno come se fosse l'ultimo.

La ricerca ha misurato questi effetti. Le persone che vedono l'andamento dei propri investimenti ogni mese scelgono portafogli più prudenti, e quindi meno redditizi sui tempi lunghi, di chi li vede una volta l'anno: lo stesso investimento, guardato più spesso, fa più paura, perché mostra più spesso una perdita. È la **miopia** che il capitolo 3 spiega: non un difetto di vista, ma di frequenza. E le persone che ricevono più informazione non decidono meglio: decidono di più, e fare di più, sui mercati, costa quasi sempre.

Un investitore non può cambiare il proprio cervello. Può cambiare tre cose: **la frequenza** con cui lo espone agli stimoli, **il momento** in cui prende le decisioni (mai nel giorno della paura) e **chi** gli tiene la mano in quel giorno. Le tre difese della terza parte sono esattamente queste.

2.4 Una disciplina con tre Nobel

La finanza comportamentale non è una moda: è mezzo secolo di ricerca, e l'Accademia svedese l'ha premiata tre volte. Nel 2002 **Kahneman**, per aver «integrato i risultati della ricerca psicologica nella scienza economica, specialmente riguardo al giudizio umano e alla decisione in condizioni di incertezza». Nel 2013 **Robert Shiller**, insieme a Eugene Fama, il teorico dei mercati efficienti, e a Lars Peter Hansen, «per l'analisi empirica dei prezzi delle attività finanziarie»: il contributo di Shiller ha mostrato quanto i mercati oscillino più di quanto i fondamentali giustificino, e l'Accademia premiò nello stesso giorno le due letture opposte del mercato. Nel 2017 **Richard Thaler**, «per i suoi contributi all'economia comportamentale»: l'Accademia spiega che ha «incorporato ipotesi psicologicamente realistiche nell'analisi delle decisioni economiche», esplorando la razionalità limitata, le preferenze sociali e la mancanza di autocontrollo.

Il filo che unisce i tre è semplice: i mercati sono fatti di persone, e le persone hanno una testa fatta così. Questo non significa che i mercati siano irrazionali e prevedibili, e chi lo crede fa l'errore opposto (il capitolo 4 lo mostra); significa che **l'investitore è il primo rischio del proprio portafoglio**, prima dei mercati, prima dei costi, prima delle tasse. La buona notizia, che rende questa guida utile e non solo interessante, è che si tratta di un rischio che si può gestire, con regole, con strumenti e con un po' di ingegneria della propria pigrizia.

I capitoli 3 e 4 entrano nella testa: la paura di perdere e l'eccesso di fiducia, le due forze che spiegano da sole gran parte del divario del capitolo 1. La seconda parte percorre le trappole una per una. La terza costruisce le difese.

DA RICORDARE

- Due sistemi nella stessa testa: il Sistema 1, veloce e automatico, e il Sistema 2, lento e pigro. Le decisioni finanziarie costose sono quasi sempre risposte del primo firmate dal secondo.
- Le scorciatoie (rappresentatività, disponibilità, ancoraggio) funzionano nella vita e falliscono sui mercati, dove la risposta emotiva è quasi sempre l'opposto di quella giusta.
- Un numero casuale sposta una stima di quasi il doppio (l'esperimento della ruota, 10 contro 65: risposte 25 e 45). In finanza le ancore non sono casuali: prezzo di carico, massimo storico, rendimento passato.
- Il denaro tiene acceso il Sistema 1 perché tocca la sopravvivenza, arriva come flusso continuo di stimoli e dà il risultato dopo anni. Guardare più spesso fa più paura e rende meno.
- Tre Nobel (Kahneman 2002, Shiller 2013, Thaler 2017) per un'idea semplice: l'investitore è il primo rischio del proprio portafoglio, e quel rischio si gestisce con regole.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

03

La perdita pesa
il doppio.

Perdere cento euro fa più male di quanto faccia piacere guadagnarne cento: circa il doppio. È la scoperta centrale della finanza comportamentale, misurata in laboratorio e ritrovata in ogni mercato, e spiega da sola il gesto più costoso che un investitore possa compiere: vendere nel giorno della paura. Questo capitolo la mostra con l'esperimento originale, ne segue le conseguenze (l'effetto dotazione, l'inerzia, la miopia di chi guarda troppo spesso) e chiude con il conto del marzo 2020.

3.1 La perdita pesa il doppio

Nel 1979 Daniel Kahneman e Amos Tversky pubblicarono su *Econometrica* la **teoria del prospetto**, l'articolo che avrebbe fruttato il Nobel. La sua idea centrale è che le persone non valutano la ricchezza in assoluto ma i **cambiamenti** rispetto a un punto di riferimento, e che i cambiamenti negativi contano molto più di quelli positivi. Nella versione del 1992 il rapporto fu misurato: una perdita pesa circa **2,25 volte** un guadagno della stessa dimensione. Non è un'opinione: è il valore mediano misurato in laboratorio, ritrovato con ordini di grandezza simili in molti studi successivi.

L'esperimento si può rifare a tavola. Vi propongo una scommessa sul lancio di una moneta: se esce testa perdete 100 euro; quanto dovete vincere se esce croce perché accettiate? Quasi nessuno accetta 100, cioè la scommessa equa; la maggioranza chiede fra 200 e 250. Quel numero è il vostro coefficiente di avversione alle perdite. Non è irrazionale in sé: è il modo in cui il cervello ha imparato, in millenni in cui una perdita poteva essere fatale, a dare la precedenza alla difesa. Diventa un problema quando la scommessa non è un lancio di moneta ma un portafoglio azionario, che finora è salito più spesso di quanto sia sceso e ha restituito, col tempo, ciò che aveva tolto; il passato però non è una garanzia, e nessuno può prometterlo per il futuro.

La figura mostra la forma della cosa: una curva a S, ripida sotto lo zero e piatta sopra. Ripida sotto significa che la prima perdita fa malissimo; piatta sopra significa che il decimo guadagno fa poco effetto. Da qui derivano quasi tutti i comportamenti della seconda parte: si vende ciò che ha perso per smettere di soffrire, si tiene ciò che ha guadagnato troppo poco per gioire, e si evita il rischio anche quando conviene.

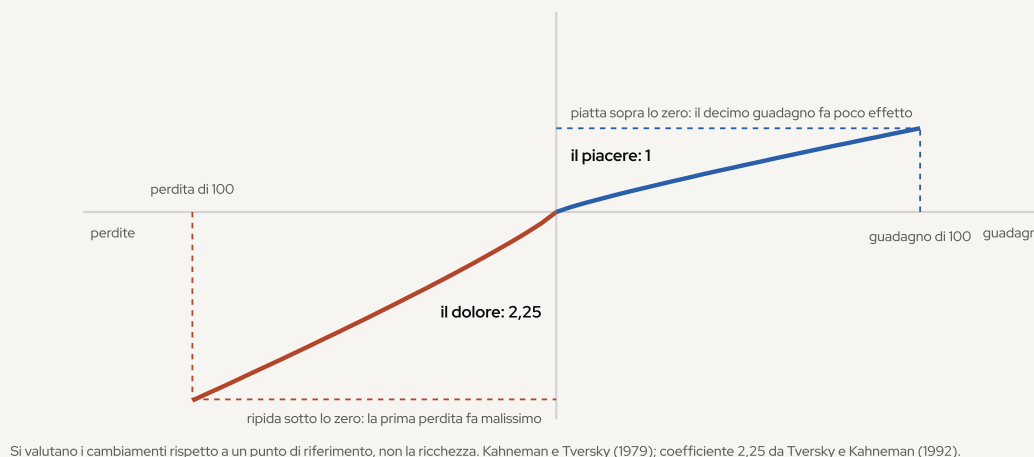


FIGURA 3 La funzione di valore

Kahneman e Tversky (1979); coefficiente da Tversky e Kahneman (1992)

3.2 Ciò che è mio vale di più

Una conseguenza dell'avversione alle perdite è l'**effetto dotazione**: appena una cosa è nostra, separarcene è una perdita, e la valutiamo di più. Kahneman, Knetsch e Thaler lo misurarono nel 1990 con delle tazze da caffè: a metà degli studenti fu regalata una tazza e fu chiesto a quanto l'avrebbero venduta; all'altra metà fu chiesto quanto avrebbero pagato per comprarla. Chi la possedeva chiedeva in media 5,25 dollari; chi non la possedeva era disposto a pagarne 2,75, poi 2,25: il doppio, per lo stesso oggetto. Stessa tazza, stessa aula, stessi studenti: la proprietà aveva raddoppiato il valore.

Nei portafogli l'effetto dotazione si chiama **affezione**: le azioni ereditate dal padre, il fondo scelto vent'anni fa, le obbligazioni della banca sotto casa, i titoli dell'azienda in cui si lavora. Nessuno di questi beni è migliore per il fatto di essere nostro, ma venderlo ci sembra una perdita anche quando il piano lo consiglierebbe. La domanda che rompe l'incantesimo è quella del capitolo 9: *se oggi non lo possedessi, lo comprerei a questo prezzo?* Se la risposta è no, la ragione per tenerlo è l'affezione, e l'affezione non rende.

Il fratello dell'effetto dotazione è la **preferenza per lo status quo**, descritta da Samuelson e Zeckhauser nel 1988: fra cambiare e non cambiare, la mente sceglie non cambiare, perché ogni cambiamento contiene una perdita possibile e il non cambiare, apparentemente, no. È la ragione per cui i 1.163 miliardi della guida sulla liquidità restano sul conto corrente, per cui il fondo costoso non viene sostituito, per cui il portafoglio ereditato resta com'era. L'inerzia sembra prudenza; è avversione alle perdite travestita.

IN PAROLE SEMPLICI

L'avversione alle perdite è la ragione per cui una multa da 50 euro rovina la giornata più di quanto un regalo da 50 la migliori. Sui mercati la multa arriva sotto forma di un meno rosso sul conto, e la reazione è la stessa: farla smettere subito, a qualunque costo. Il costo è quasi sempre più alto della multa.

3.3 Chi guarda spesso perde di più

Nel 1995 Shlomo Benartzi e Richard Thaler risolsero un vecchio enigma: perché le azioni hanno reso, nel lungo periodo, tanto più delle obbligazioni, se i risparmiatori sono liberi di sceglierle? La loro risposta si chiama **avversione miope alle perdite**: le persone valutano gli investimenti troppo spesso, circa una volta l'anno, e a quella frequenza le azioni mostrano una perdita in un anno su tre o quattro. Ogni perdita vista pesa il doppio, e la somma delle paure annuali fa sembrare le azioni molto più pericolose di quanto siano su dieci o vent'anni.

Due anni dopo Thaler, Tversky, Kahneman e Schwartz lo dimostrarono in laboratorio: a gruppi diversi di persone fu chiesto di ripartire una somma fra un investimento sicuro e uno rischioso, mostrando i risultati con frequenze diverse. Chi vedeva i risultati ogni «mese» investì alla fine il 41% nell'attività rischiosa; chi li vedeva ogni «anno» il 70%; e i primi, con più informazione, guadagnarono meno. Gli autori conclusero che «fornire a questi investitori riscontri frequenti sui loro risultati probabilmente incoraggia le loro peggiori tendenze». La conclusione è una delle più pratiche di tutta la disciplina: **la frequenza con cui si guarda il portafoglio decide quanto rischio si è capaci di sopportare**, e quindi quanto si guadagna.

L'app della banca sul telefono ha reso questo esperimento la vita quotidiana di milioni di persone. Un portafoglio bilanciato guardato ogni giorno mostra una perdita quasi un giorno su due; guardato ogni mese, un mese su tre; guardato ogni anno, un anno su quattro o cinque; guardato ogni dieci anni, quasi mai. Lo stesso portafoglio, la stessa storia: ciò che cambia è quante volte il Sistema 1 riceve il segnale di pericolo. Il capitolo 10 ne trae la difesa più semplice della guida.

3.4 Il conto del marzo 2020

La paura di perdere ha una data recente e documentata. Fra il 19 febbraio e il 23 marzo 2020 le azioni mondiali persero circa un terzo del loro valore in poco più di un mese, il crollo più rapido della storia. I fondi comuni registrarono riscatti record nel mese di marzo; i risparmiatori che vendettero lo fecero, per definizione, vicino ai minimi, perché è vicino ai minimi che la paura è massima. Poi il mercato risalì: entro la fine dell'estate le azioni mondiali avevano recuperato il massimo precedente in dollari, e il 7 gennaio 2021 anche in euro, come mostra il capitolo 8; il 2020 si chiuse comunque in guadagno.

Chi vendette a fine marzo e attese «che la situazione si chiarisse» rientrò, nella migliore delle ipotesi, a fine anno, dopo l'annuncio dei vaccini: comprò cioè ciò che aveva venduto a un prezzo più alto di circa un terzo, e di circa la metà se aveva venduto proprio sul minimo del 23 marzo. Il capitolo 11 fa questo conto su una famiglia con 300.000 euro, e il risultato non è una perdita del 30%: è una perdita permanente di qualche decina di migliaia di euro, che nessun rimbalzo successivo restituirà, perché il rimbalzo è avvenuto senza di lei.

Non è un'eccezione: è la regola. In ogni crisi documentata (2000-2003, 2008-2009, 2020) i flussi dei fondi mostrano la stessa forma, vendite nei mesi peggiori e acquisti dopo la risalita; nel 2022 il copione si è ripetuto sui fondi obbligazionari, e i rendimenti degli investitori risultano sistematicamente inferiori a quelli dei fondi che possedevano. La paura di perdere non protegge dalle perdite: **le realizza**. La difesa non è avere meno paura, che è impossibile, ma decidere prima che la paura arrivi, che è il tema della terza parte.

DA RICORDARE

- Teoria del prospetto (Kahneman e Tversky, 1979): valutiamo i cambiamenti, non la ricchezza, e una perdita pesa circa 2,25 volte un guadagno uguale. La prova: quasi nessuno accetta una moneta equa da 100 euro.
- Effetto dotazione: ciò che è nostro vale il doppio (le tazze del 1990). Nei portafogli si chiama affezione, e la domanda che la rompe è «lo comprerei oggi a questo prezzo?».
- Preferenza per lo status quo: l'inerzia sembra prudenza ed è avversione alle perdite travestita. Tiene i soldi sul conto e i fondi costosi in portafoglio.
- Avversione miope alle perdite (Benartzi e Thaler, 1995): chi guarda spesso vede più perdite, sopporta meno rischio e guadagna meno. La frequenza con cui si guarda decide il rendimento.
- Marzo 2020: un terzo perso in un mese, riscatti record, massimo recuperato a fine agosto in dollari e ai primi di gennaio 2021 in euro. Chi ha venduto ha trasformato una perdita temporanea in una permanente. La paura non protegge dalle perdite: le realizza.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

04

Tropo sicuri
di sé.

La maggioranza degli automobilisti si giudica più brava della media, e la maggioranza degli investitori pure. L'eccesso di fiducia è il bias più democratico, perché non risparmia gli esperti, e il più costoso in un senso preciso: fa fare troppe cose. Chi è sicuro di sé compra e vende più spesso, concentra il portafoglio su ciò che crede di conoscere, e ricorda di aver previsto tutto. Questo capitolo lo misura con lo studio più citato della disciplina, «fare trading è pericoloso per la vostra ricchezza», e lo segue nelle sue tre forme: l'attività, la familiarità, il senno di poi.

4.1 Più bravi della media

Chiedete a una stanza piena di persone di alzare la mano se guidano meglio della media: si alzeranno quasi tutte, e non possono avere ragione tutte. L'**eccesso di fiducia** ha due facce. La prima è la sopravvalutazione delle proprie capacità rispetto agli altri; la seconda, più insidiosa, è la **sopravvalutazione della precisione** delle proprie stime: quando si chiede alle persone di indicare un intervallo che contenga la risposta giusta «con il 90% di probabilità» (il peso di un aereo, la lunghezza di un fiume), l'intervallo contiene la risposta giusta molto meno di nove volte su dieci. Siamo sicuri di cose che non sappiamo, e lo siamo con precisione.

Gli esperti non sono immuni, e in alcuni campi lo sono meno dei profani, perché la competenza aumenta la fiducia più di quanto aumenti l'accuratezza. In finanza questo ha una conseguenza pratica: le previsioni sui mercati (dove sarà la Borsa a fine anno, quando scenderanno i tassi, quale settore vincerà) sono sistematicamente più sicure di quanto la loro storia giustifichi, e chi le ascolta ne assorbe la sicurezza senza assorbirne la precisione, che non c'è. Un investitore che «sa» dove andrà il mercato agisce; uno che sa di non saperlo, no. Il secondo, nei dati, guadagna di più.

L'eccesso di fiducia si combina con l'**illusione di controllo**: la sensazione che fare qualcosa (scegliere il momento, il titolo, il gestore) migliori il risultato, mentre in molti casi il risultato dipende da variabili che nessuno controlla. È la ragione per cui si scelgono i numeri del lotto invece di farseli assegnare, e per cui si «gestisce attivamente» un portafoglio il cui andamento dipende in gran parte dalla ripartizione fra azioni e obbligazioni decisa una volta (in uno studio celebre di Brinson, Hood e Beebower del 1986 quella ripartizione spiegava circa il 90% delle oscillazioni nel tempo dei fondi pensione americani), e per il resto dal caso e dai costi.

4.2 Fare trading è pericoloso per la vostra ricchezza

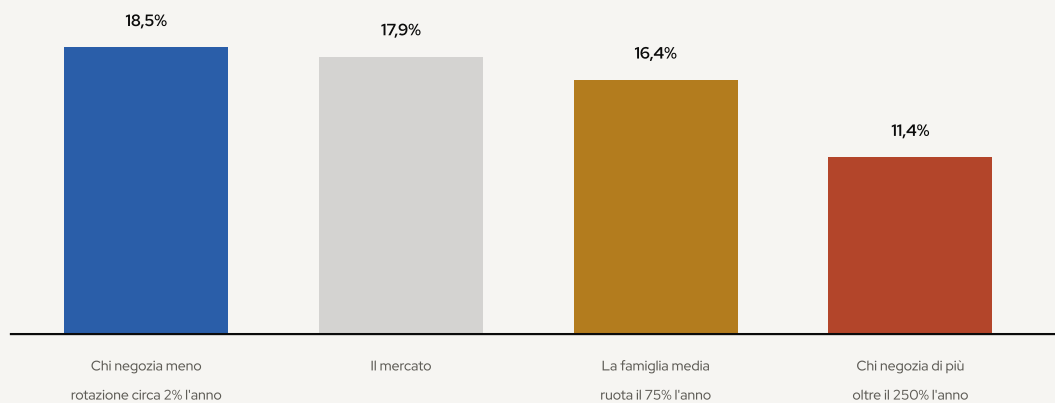
È il titolo, letterale, dell'articolo con cui Brad Barber e Terrance Odean pubblicarono nel 2000 sul *Journal of Finance* l'analisi di oltre sessantaseimila famiglie americane con un conto presso un grande intermediario a sconto, dal 1991 al 1996. Divisero gli investitori in cinque gruppi in base a quanto movimentavano il portafoglio. Il gruppo che faceva meno operazioni ottenne un rendimento netto annuo del **18,5%**, poco sopra il mercato; il gruppo che ne faceva di più, con una rotazione superiore al 250% l'anno, ottenne l'**11,4%**. Sette punti l'anno di differenza, dovuti quasi interamente ai costi delle operazioni e alla loro inutilità: i titoli comprati non facevano meglio di quelli venduti.

L'anno dopo, in *Boys will be boys*, gli stessi autori trovarono che gli uomini movimentavano il portafoglio il **45% in più** delle donne, e che l'attività in eccesso riduceva il loro rendimento netto di circa un punto l'anno più di quanto riducesse quello delle donne. La spiegazione proposta era l'eccesso di fiducia, più diffuso fra gli uomini nei compiti percepiti come maschili, e i dati la confermavano: gli uomini single, i più sicuri, erano i più attivi e i meno redditizi. Anni dopo, uno studio di Barber, Lee, Liu e Odean sui day trader di Taiwan (*Journal of Financial Markets*, 2014), che disponeva dei dati dell'intero mercato, trovò che meno dell'uno per cento di loro riusciva a guadagnare in modo prevedibile dopo i costi.

La lezione non è che non bisogna mai operare: è che **ogni operazione non prevista dal piano ha un costo certo e un beneficio incerto**, e che la sicurezza con cui viene decisa non è un'informazione sul suo esito. Il boom del trading online del 2020-2021, in Italia come altrove, ha riportato milioni di persone a ripetere l'esperimento di Barber e Odean con le proprie mani, con l'aggiunta delle applicazioni gratuite e dei social; i risultati, dove sono stati misurati, sono gli stessi di allora.

IN PAROLE SEMPLICI

L'eccesso di fiducia è il motivo per cui, in autostrada, tutti quelli che vanno più piano di noi sono lenti e tutti quelli che vanno più forte sono pazzi. Sui mercati produce lo stesso effetto: chi compra quando noi vendiamo sembra sciocco, e viceversa. Metà delle volte lo sciocco siamo noi, e non lo sapremo mai.



Sette punti l'anno fra chi negozia meno e chi negozia di più, dovuti ai costi delle operazioni, non ai titoli scelti (Barber e Odean, 2000).

FIGURA 4 Fare trading è pericoloso per la vostra ricchezza

Barber e Odean, Journal of Finance (2000)

4.3 L'illusione della competenza

La seconda forma dell'eccesso di fiducia è la **familiarità** scambiata per competenza. Conosciamo i marchi che compriamo, l'azienda per cui lavoriamo, la banca sotto casa, i titoli di Stato del nostro Paese: e ciò che conosciamo ci sembra meno rischioso. Ma conoscere un'azienda come cliente o come dipendente non dice nulla sul prezzo delle sue azioni, che incorpora già tutto ciò che sappiamo noi e molto di più. La familiarità riduce la paura, non il rischio.

La forma più costosa è la **concentrazione sul proprio Paese**, che gli studiosi chiamano *home bias*, e di cui le famiglie italiane sono un caso da manuale: portafogli pieni di titoli di Stato italiani, di azioni delle poche banche e utility quotate a Milano, di obbligazioni della propria banca. L'Italia pesa meno del 2% del mercato azionario mondiale e un'economia che è circa il 2% del mondo occupa spesso più della metà del rischio di una famiglia italiana, che già vive, lavora e ha la casa in Italia. La risposta non è patriottica né antipatriottica: è statistica. Mettere tutto ciò che si ha nello stesso posto in cui si ha già tutto il resto è il contrario della diversificazione.

Lo stesso vale per i **titoli dell'azienda in cui si lavora**: chi vi concentra i risparmi lega al medesimo destino lo stipendio e il patrimonio, e i dipendenti di Enron e di Lehman Brothers lo hanno imparato nello stesso giorno in cui hanno perso il lavoro; in Italia lo hanno imparato i risparmiatori che avevano messo nelle obbligazioni di una sola azienda, la Parmalat del 2003, i soldi di una vita. La competenza vera in questi casi non è conoscere l'azienda: è conoscere il proprio rischio complessivo, e non raddoppiarlo.

4.4 Il senno di poi

La terza forma è la più silenziosa: il **senno di poi**, cioè la convinzione, dopo che un evento è accaduto, di averlo saputo prima. Il crollo del 2008 «era ovvio», la ripresa del 2020 «era scontata», il rialzo dell'oro «si vedeva». Non era così, e lo dimostra il fatto che quasi nessuno ha agito di conseguenza; ma la memoria riscrive le aspettative passate per renderle coerenti con ciò che è successo, e questa riscrittura alimenta l'eccesso di fiducia per il giro successivo: chi crede di aver previsto le ultime tre crisi si sente in grado di prevedere la quarta.

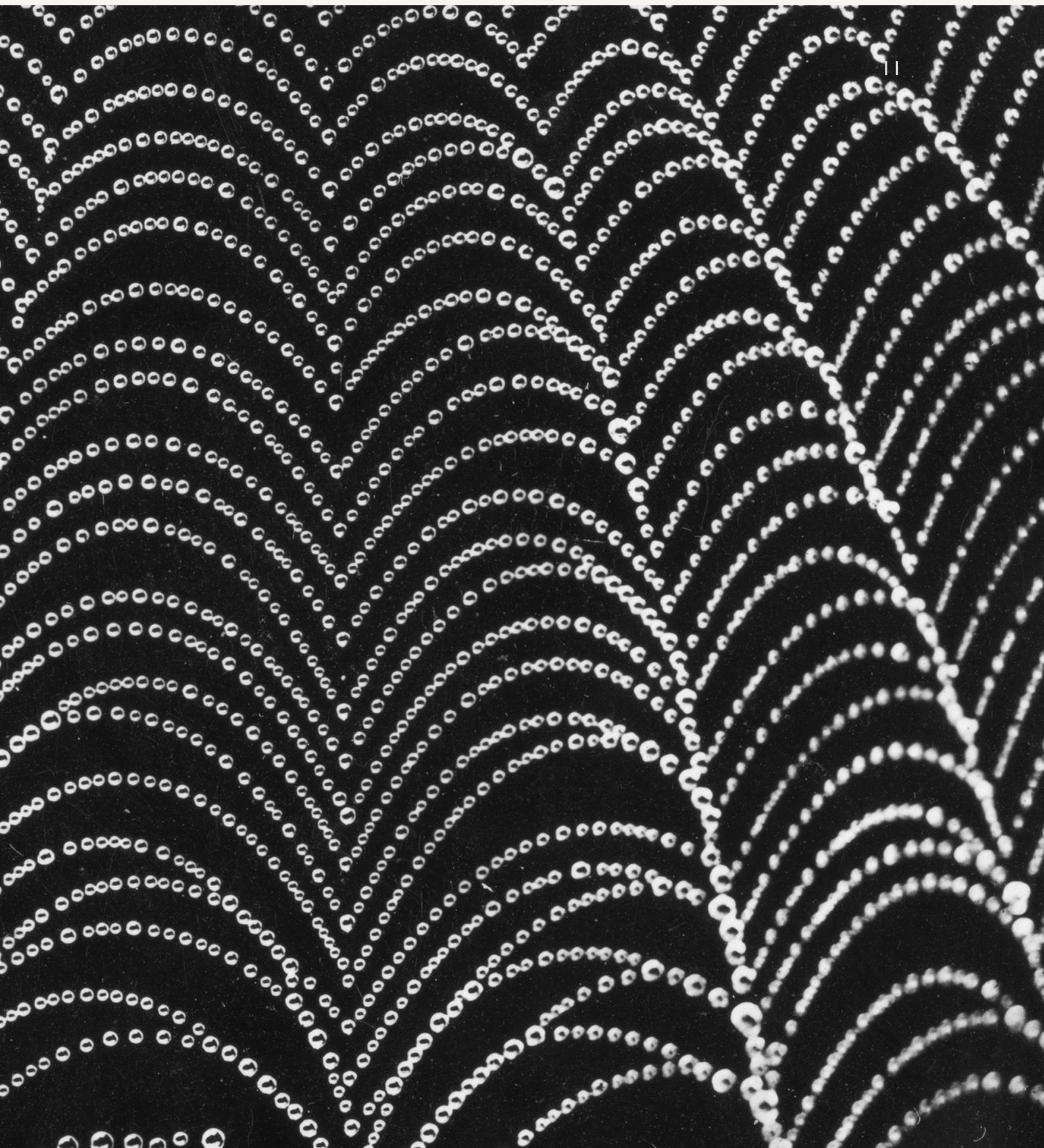
Il senno di poi ha un complice, la **narrazione a posteriori**: per ogni movimento dei mercati esiste, il giorno dopo, una spiegazione lineare e convincente, e la mente la accetta come se fosse stata disponibile il giorno prima. Le spiegazioni del giorno dopo sono quasi sempre vere e quasi sempre inutili: descrivono, non prevedono. Chi le legge ogni sera accumula una collezione di storie che rendono il mondo più prevedibile di quanto sia, e la propria fiducia più alta di quanto meriti.

Contro il senno di poi esiste un solo strumento, ed è il **diario delle decisioni** del capitolo 9: scrivere prima che cosa ci si aspetta, con la data, e rileggerlo dopo. Chi lo fa per un anno scopre due cose: che le proprie previsioni erano molto meno sicure di come le ricorda, e che la maggior parte delle decisioni giuste è stata quella di non fare nulla. È una scoperta umiliante e liberatoria, e la seconda parte della guida, che comincia con il capitolo 5, ne mostra le occasioni: le trappole, una per una.

DA RICORDARE

- Eccesso di fiducia: sopravvalutiamo le nostre capacità e la precisione delle nostre stime; gli esperti non ne sono immuni. Chi «sa» dove va il mercato agisce; chi sa di non saperlo guadagna di più.
- Barber e Odean (2000): gli investitori più attivi hanno reso l'11,4% l'anno contro il 18,5% dei meno attivi. Fare trading è pericoloso per la vostra ricchezza: costi certi, benefici incerti.
- Boys will be boys (2001): gli uomini movimentano il 45% in più e rendono circa un punto l'anno in meno; fra i day trader di Taiwan meno dell'1% guadagna in modo prevedibile.
- La familiarità non è competenza: l'Italia è meno del 2% del mercato mondiale e occupa spesso metà del rischio di una famiglia italiana. Mai i titoli dell'azienda in cui si lavora.
- Il senno di poi riscrive la memoria («era ovvio») e alimenta la fiducia per il giro successivo. L'unico antidoto è scrivere prima che cosa ci si aspetta, e rileggerlo dopo.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.



PARTE SECONDA · CAPITOLI 5-8

Le trappole.

Dove si paga: il gregge e la notizia, l'ancora e i conti
mentali, i vincenti venduti e i perdenti tenuti, il momento
sbagliato.

05

Il gregge
e la notizia.

Nessuno compra un titolo perché tutti lo comprano: si compra perché «se ne parla», perché «lo dicono tutti», perché «è il momento». Ma la somma di queste ragioni individuali è un gregge, e il gregge ha una proprietà misurata da un secolo di dati: entra ai massimi ed esce ai minimi. Questo capitolo apre la seconda parte, quella delle trappole, con la più antica: il seguire gli altri, alimentato dalla notizia recente e dai mezzi che la ripetono.

5.1 Comprare ciò di cui tutti parlano

Il **gregge** non è un difetto di carattere: è una scorciatoia sociale ragionevole. Se tutti corrono in una direzione, probabilmente hanno visto qualcosa che noi non abbiamo visto, e seguirli costa meno che verificare. Nella savana funziona; sui mercati no, perché il prezzo di ciò che tutti comprano è già salito per effetto degli acquisti di tutti, e chi arriva per ultimo paga il prezzo più alto proprio quando i compratori rimasti sono finiti. La corsa collettiva verso un'attività finanziaria è l'unico caso in cui il gregge, arrivando, distrugge ciò che cercava.

I flussi dei fondi comuni ne sono la registrazione contabile. Nei mesi in cui le Borse toccano i massimi, i risparmiatori versano nei fondi azionari le somme più alte; nei mesi dei minimi, le ritirano. È accaduto nel 2000: negli Stati Uniti i fondi azionari raccolsero un record di 309 miliardi di dollari, con il primo trimestre più ricco della storia a pochi mesi dal crollo, e in Italia i risparmiatori spostarono nell'anno 39 miliardi di euro dagli obbligazionari agli azionari, proprio sul massimo. È accaduto al contrario nel 2002, primo anno di deflussi netti dai fondi azionari americani dal 1988, e nel 2008, quando gli americani ritirarono 234 miliardi dai fondi azionari e le famiglie italiane, nei dodici mesi fino al settembre 2008, vendettero azioni, fondi e polizze per circa 80 miliardi per comprare depositi e obbligazioni bancarie per 110. È accaduto nel marzo 2020, il mese di deflussi più grande mai registrato dai fondi europei (313 miliardi di euro), con 8,7 miliardi usciti dal risparmio gestito italiano. Il divario del capitolo 1 è la conseguenza aritmetica di questi flussi: i rendimenti dei fondi si calcolano su un euro tenuto fermo, quelli degli investitori sugli euro che entrano ed escono, e gli euro entrano tardi ed escono presto.

Il gregge ha avuto, negli ultimi anni, due palestre nuove. Nel gennaio 2021 un'azione di una catena di negozi di videogiochi, GameStop, passò da meno di 20 dollari a un massimo di 483 in poco più di due settimane, spinta da piccoli investitori coordinati su un forum: i conti che la scambiavano ogni giorno passarono da meno di diecimila a quasi novecentomila; il 19 febbraio valeva 40 dollari. Nel novembre

2021 il bitcoin toccò circa 69.000 dollari, e un anno dopo circa 15.500, il 77% in meno; in Italia, secondo la Consob, la quota di investitori che dichiara di possederne è passata dall'8% del 2022 al 18% del 2024, cioè dopo il crollo. In entrambi i casi chi era entrato per primo aveva guadagnato; chi era entrato perché «ne parlavano tutti» era entrato, per definizione, quando tutti ne parlavano, cioè vicino al massimo.

IL CICLO DEL GREGGE: I FLUSSI DEI FONDI SEGUONO I PREZZI, CON RITARDO



Stati Uniti 2000: +309 miliardi di dollari nei fondi azionari; 2008: -234; Europa, marzo 2020: -313 miliardi di euro dai fondi UCITS (ICI, EFAMA).

FIGURA 5 Il ciclo del gregge

ICI, Assogestioni, EFAMA; schema di metodo

5.2 L'ultima cosa accaduta

Il gregge si nutre di due scorciatoie del capitolo 2. La prima è la **disponibilità**: giudichiamo probabile ciò che ci viene in mente facilmente, e ci viene in mente facilmente ciò che è recente, vivido e ripetuto. Dopo un anno di rialzi il rialzo sembra la normalità; dopo un crollo raccontato per settimane, il crollo sembra l'unico scenario. La seconda è la **recenza**: pesiamo gli ultimi tre anni molto più dei trent'anni precedenti, e proiettiamo la tendenza recente nel futuro come se fosse una legge.

La recenza è il motivo per cui la domanda «come è andato negli ultimi tre anni?» è la più frequente e la meno utile. I rendimenti recenti di un fondo, di un settore o di un Paese non predicono quelli futuri, e la ricerca lo documenta da decenni; ma il Sistema 1 li legge come una promessa. Il risparmiatore che nel 2000 comprava fondi tecnologici, nel 2007 fondi immobiliari, nel 2021 fondi tematici e nel 2025 oro, stava ogni volta comprando il grafico degli ultimi tre anni, che è l'unica cosa che di un investimento non si compra mai.

La recenza ha una parente più sottile, la **rappresentatività**: un fondo che ha reso bene per cinque anni «somiglia» a un fondo buono, quindi lo è. Ma in un universo di migliaia di fondi, qualche decina batterà il mercato per cinque anni di fila per puro caso, esattamente come in una stanza di mille persone che lanciano una moneta una trentina otterrà cinque teste consecutive. Chi sceglie il fondo con le cinque teste sta scegliendo la fortuna passata, che non si ripete, e i costi, che sì.

IN PAROLE SEMPLICI

Il gregge finanziario è come il traffico sull'autostrada del mare a Ferragosto: ognuno ha una buona ragione per partire proprio quel giorno, e la somma delle buone ragioni è una coda di trenta chilometri. Chi parte il martedì successivo non è più intelligente: ha solo deciso prima, in un giorno in cui nessuno partiva.

5.3 I media e i mercanti di attenzione

Le notizie finanziarie hanno un mestiere che non è il vostro: catturare l'attenzione, ogni giorno, con qualcosa di nuovo. Il mercato, invece, per un investitore di lungo periodo non produce niente di nuovo per anni. Da questa asimmetria nasce una macchina che amplifica il gregge: i rialzi vengono raccontati come occasioni da non perdere, i ribassi come catastrofi, e in entrambi i casi la conclusione implicita è che bisogna fare qualcosa. Ma la notizia arriva quando il prezzo si è già mosso, e agire sulla notizia significa quasi sempre agire dopo.

I social hanno aggiunto i **finfluencer**: persone che parlano di investimenti a milioni di seguaci, spesso senza alcuna qualifica, spesso pagate da chi vende i prodotti di cui parlano, sempre selezionate dall'algoritmo per la loro capacità di suscitare emozioni, non di avere ragione. Le autorità di vigilanza europee e italiane hanno pubblicato avvertenze ripetute; la regola per l'investitore è più semplice di ogni avvertenza: **chi non risponde del vostro patrimonio non ha titolo per muoverlo**, e chi guadagna dalla vostra attenzione guadagna di più se siete agitati.

C'è poi la **paura di restare fuori**, che gli anglosassoni chiamano FOMO: il tormento di vedere altri guadagnare su qualcosa che noi non abbiamo. È l'emozione più sfruttata dalle bolle, e la più facile da smontare con un'osservazione: gli altri che guadagnano sono visibili, gli altri che perdono no, perché nessuno pubblica le perdite. Il campione che vediamo sui social è composto di vincitori, e su quel campione ogni decisione è sbagliata.

La paura di restare fuori ha una vittima illustre e documentata. Nella primavera del 1720 Isaac Newton vendette gran parte delle sue azioni della Compagnia dei Mari del Sud a circa 350, con un profitto di oltre 20.000 sterline; poi guardò il titolo salire ancora, e il 14 giugno reinvestì tutto a circa 700. Tre anni dopo la posizione valeva il 77% in meno: la perdita, che la nipote stimava in 20.000 sterline, equivale a qualcosa come venti milioni di oggi. La frase che gli si attribuisce, «posso calcolare i moti dei corpi celesti ma non la follia della gente», è in parte un abbellimento posteriore (la fonte più antica riporta solo «non posso calcolare la follia della gente»); l'errore, invece, è tutto documentato, e il più grande scienziato del suo secolo lo commise nel modo più comune: vendere bene e rientrare al doppio, per non restare fuori.

5.4 Uscire dal gregge senza andare contromano

La difesa dal gregge non è fare il contrario del gregge, che è un altro modo di lasciarsi guidare dagli altri e che nei dati non rende meglio: chi «compra quando tutti vendono» come regola meccanica compra spesso troppo presto e vende troppo presto. La difesa è **non usare gli altri come informazione**, in nessuna direzione. Il piano scritto del capitolo 9 decide quote e bande senza sapere che cosa fanno gli altri; il ribilanciamento del capitolo 10 compra ciò che è sceso e vende ciò che è salito per regola, e la regola fa, per costruzione, l'opposto del gregge, senza volerlo e senza il coraggio che servirebbe a volerlo.

Contro la recenza esiste un esercizio da ripetere a ogni revisione annuale: guardare i rendimenti degli ultimi vent'anni, non degli ultimi tre, e ricordarsi che ogni anno di quel ventennio è stato «l'ultimo anno» di qualcuno che ha deciso in base a quello. Contro la disponibilità c'è la dieta dell'informazione del capitolo 10: una lettura a settimana, nessuna nei giorni drammatici. Contro la paura di restare fuori c'è una domanda: *se questa cosa raddoppiasse senza di me, che cosa cambierebbe nei miei obiettivi?* La risposta, quasi sempre, è niente.

Il gregge lavora sulle cose che si comprano; il capitolo 6 passa alle cose che si tengono, e alla contabilità tutta interna con cui la testa decide che cosa vale, a partire dal numero più ingannevole del portafoglio: il prezzo a cui abbiamo comprato.

DA RICORDARE

- Il gregge è una scorciatoia sociale ragionevole che sui mercati si autodistrugge: il prezzo di ciò che tutti comprano è già salito, e chi arriva per ultimo paga il massimo.
- I flussi dei fondi lo registrano: sottoscrizioni record ai massimi (2000, 2021), riscatti ai minimi (2002, 2008, marzo 2020) e sugli obbligazionari nel 2022. Il divario del capitolo 1 è la loro aritmetica.
- Disponibilità e recenza: pesiamo gli ultimi tre anni più dei trenta precedenti e compriamo il grafico passato, l'unica cosa che di un investimento non si compra mai.
- I media vendono attenzione, i finfluencer emozioni: chi non risponde del vostro patrimonio non ha titolo per muoverlo. Le perdite altrui non si vedono: il campione dei social è fatto di vincitori.
- Non fare il contrario del gregge: non usare gli altri come informazione. Il ribilanciamento fa l'opposto del gregge per regola, senza coraggio.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

06

L'ancora e
i conti mentali.

«Aspetto che torni al prezzo a cui l'ho comprato.» «Sono i soldi del bonus, posso rischiarli.» «Vivo solo di cedole, il capitale non lo tocco.» Tre frasi che ogni consulente sente ogni settimana, e tre errori di contabilità mentale: il mercato non sa a quanto avete comprato, i soldi non hanno etichette, e una cedola è capitale che cambia tasca. Questo capitolo smonta l'ancora del prezzo di carico, i conti mentali di Thaler e le cornici con cui i prodotti vengono presentati.

6.1 Il prezzo di carico non esiste

L'**ancoraggio** del capitolo 2 ha, in finanza, un'ancora preferita: il **prezzo di carico**, cioè quanto abbiamo pagato. È il numero che decide se un investimento è «in guadagno» o «in perdita», e quindi, per l'avversione alle perdite, che cosa proviamo guardandolo. Ma il mercato non lo conosce e non gli interessa: il valore di un titolo oggi dipende da ciò che accadrà domani, non da ciò che abbiamo fatto noi ieri. Un'azione comprata a 100 e oggi a 70 non «deve» tornare a 100 più di quanto debba scendere a 50; le due cose sono ugualmente probabili per chi l'ha comprata a 100 e per chi l'ha comprata a 60.

Eppure il prezzo di carico governa decisioni a milioni: si aspetta «che torni» per vendere in pari, si vende «perché ha fatto il suo» quando raggiunge un numero tondo, si compra «perché è sceso tanto» rispetto a un massimo che non tornerà mai. Sono tutte ancora. L'unico prezzo che conta è quello di oggi, e l'unica domanda è quella del capitolo 9: *a questo prezzo, con ciò che so oggi, lo comprerei?* Il prezzo di carico serve al fisco, che calcola le imposte sulla differenza, e a nessun altro.

Le altre ancore sono il **massimo storico** («ha perso il 40% dal massimo, è a sconto»: no, il massimo era il prezzo sbagliato, non questo), il **rendimento passato** (il 12% dell'anno scorso come base per «aspettarsi» il 12%), e il **primo numero** che il venditore ha pronunciato, dal quale ogni sconto successivo sembra un regalo. La difesa è una sola: prima di guardare qualunque numero del passato, scrivere che cosa ci si aspetta dal futuro, e perché.

6.2 I soldi non hanno etichette

Richard Thaler chiamò **contabilità mentale**, in due articoli del 1985 e del 1999, la tendenza a dividere il denaro in conti separati con regole diverse: i soldi «della pensione», quelli «dei figli», «il bonus», «l'eredità», «le vincite». Economicamente un euro è un euro, ma psicologicamente no: si rischia volentieri il

bonus e mai lo stipendio, si spende l'eredità della zia con leggerezza e si conserva con angoscia il risparmio faticato. Il suo primo esempio, del 1985, è una storia vera: due coppie perdono in aereo il salmone pescato in vacanza, la compagnia le rimborsa con 300 dollari e loro li spendono in una cena da 225, «una cifra che al ristorante non avevano mai speso»; con un aumento di stipendio annuo di 150 dollari per ciascuna coppia, che vale di più, non l'avrebbero fatto.

La contabilità mentale non è sempre dannosa: i tre secchi della guida sulla liquidità sono conti mentali usati bene, perché danno a ogni somma un compito e un orizzonte. Diventa dannosa quando produce decisioni che, viste sul patrimonio intero, non hanno senso: tenere 100.000 euro sul conto allo zero per cento «per sicurezza» mentre si pagano interessi sul mutuo; investire «i soldi dei figli» in modo prudentissimo per trent'anni, che è l'orizzonte più lungo della famiglia; trattare una plusvalenza come denaro «trovato» da rischiare. La regola è di guardare, almeno una volta l'anno, **una sola contabilità**: tutto il patrimonio, con tutti i debiti, e chiedersi se le somme stanno dove sta il loro compito.

Il conto mentale più costoso è quello che separa **capitale e reddito**: «vivo di cedole e dividendi, il capitale non lo tocco». Sembra prudente, e spinge verso i prodotti che promettono cedole alte (obbligazioni rischiose, polizze, certificati, fondi a distribuzione) proprio perché la cedola sembra «reddito» e la vendita di una quota sembra «intaccare il capitale». Ma un'obbligazione che paga il 6% mentre il suo prezzo scende è capitale che si sta trasformando in cedola, e un fondo che stacca il 5% l'anno lo toglie dal proprio valore. Sul piano economico un prelievo programmato dal capitale (capitolo 10) e una cedola sono la stessa cosa: solo il primo lo decidete voi.

IN PAROLE SEMPLICI

La contabilità mentale è come avere dieci barattoli in cucina con etichette diverse, e riempirne uno fino all'orlo mentre un altro è vuoto: la dispensa nel suo insieme è la stessa, ma le decisioni cambiano a seconda del barattolo che si guarda. Una volta l'anno bisogna svuotare i barattoli sul tavolo e contare.

6.3 La cornice cambia la scelta

Tversky e Kahneman mostrarono che la stessa scelta, presentata in due modi, produce decisioni opposte: un intervento che «salva 200 persone su 600» viene preferito a uno in cui «400 persone su 600 muoiono», che è identico. Si chiama **effetto cornice**, e i prodotti finanziari ne sono pieni. «Capitale protetto» suona come sicurezza e descrive un prodotto che, in cambio, rinuncia a gran parte del rendimento e costa caro. «Cedola del 5%» suona come reddito e descrive un capitale a rischio che paga il 5% finché va bene. «Rendimento medio del 7% negli ultimi cinque anni» suona come promessa e descrive il passato di un altro. «Garantito» spesso significa garantito da qualcuno la cui solidità non si è verificata.

La cornice lavora anche in negativo: un fondo indicizzato descritto come «passivo» sembra pigro, un'obbligazione dello Stato descritta come «rende il 3%» sembra poco, un ribilanciamento descritto come «vendere ciò che va bene» sembra sciocco. Per difendersi dalla cornice basta un gesto: **tradurre ogni frase in euro e in probabilità**. «Capitale protetto» diventa «se il mercato sale del 30% io ricevo il 10, se scende ricevo il capitale meno i costi». «Cedola del 5%» diventa «5.000 euro l'anno su 100.000 che possono valere 70.000». Tradotte, molte scelte cambiano verso.

Una tabella aiuta a esercitarsi. Nella colonna di sinistra le frasi come vengono dette; a destra la loro traduzione in una sola contabilità:

LA CORNICE	LA TRADUZIONE
«Aspetto che torni al prezzo di carico»	«Scommetto che questo titolo salirà del 43% (da 70 a 100), e non ho un motivo che non sia il mio passato»
«Sono i soldi del bonus, posso rischiarli»	«Sto per investire 10.000 euro del patrimonio in modo che non accetterei per gli altri 290.000»
«Vivo di cedole, il capitale non lo tocco»	«Prelevo il 5% l'anno e lascio decidere all'emittente quanto capitale consumare per pagarmelo»
«Capitale protetto a scadenza»	«Rinuncio a gran parte del rialzo e pago il costo della protezione, per non vedere un meno sul conto»
«Ha perso il 40% dal massimo, è a sconto»	«Il massimo era il prezzo sbagliato; il prezzo di oggi è l'unico che conta, e non so se sia a sconto»
«Ha reso il 12% l'anno negli ultimi cinque anni»	«Il passato di un altro, in un periodo che non tornerà; il futuro parte da oggi»

TABELLA 1 Le cornici, tradotte

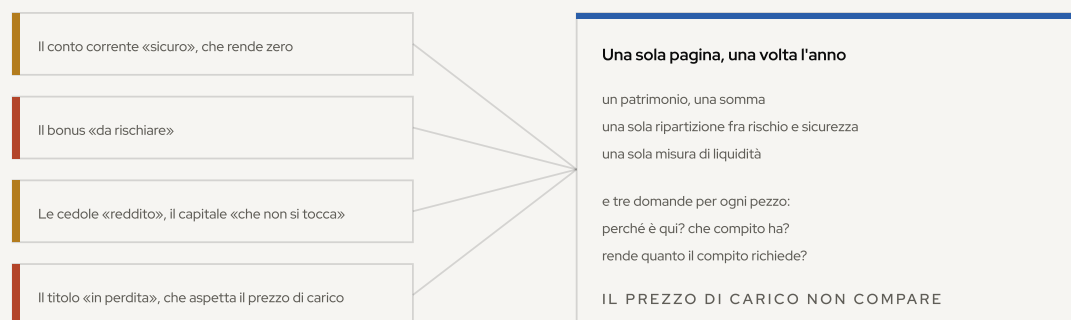
6.4 Una sola contabilità

Il rimedio a tutte le forme di contabilità mentale è lo stesso, ed è il gesto più noioso della guida: una volta l'anno, alla revisione del piano, si mette tutto su una pagina. Conti, depositi, fondi, titoli, polizze, oro, la casa e il mutuo, il fondo pensione, i debiti. Una sola somma, una sola ripartizione fra rischio e sicurezza, una sola misura di liquidità. Le domande che questa pagina fa nascere sono sempre le stesse: perché questa somma è qui? Che compito ha? Rende quanto il compito richiede? E chi la vede tutta insieme si accorge che il prezzo di carico dei singoli pezzi, i barattoli, le cedole, sono dettagli.

Il secondo gesto è di **non guardare il prezzo di carico** sull'estratto conto, o almeno di non leggerlo per primo. Molte piattaforme lo mostrano in evidenza, con il guadagno o la perdita in verde o in rosso: è la cornice più potente che esista, ed è quella che alimenta l'effetto disposizione del capitolo 7. Il numero da guardare è il valore di oggi e la sua quota sul totale; il resto è un invito a decidere col Sistema 1.

Il terzo gesto riguarda le cornici altrui: quando un prodotto viene presentato con una parola calda (protetto, garantito, cedola, rendimento medio, opportunità), la regola del giorno calmo del capitolo 9 vale doppio. Si chiede il documento con i costi e gli scenari, si traduce in euro, si dorme una notte. Le cornici lavorano nel giorno in cui vengono dette; il giorno dopo sono solo frasi.

DAI CONTI MENTALI A UNA SOLA PAGINA



I soldi non hanno etichette: le etichette le mette la testa, e le usa per rischiare troppo da una parte e troppo poco dall'altra.

Thaler (1985, 1999); schema di metodo della guida.

FIGURA 6 Una sola contabilità

Schema di metodo

DA RICORDARE

- Il prezzo di carico è un'ancora: il mercato non lo conosce. Un titolo comprato a 100 e oggi a 70 non «deve» tornare a 100. L'unica domanda: a questo prezzo, oggi, lo comprerei?
- Contabilità mentale (Thaler, 1985 e 1999): il bonus si rischia, lo stipendio no; l'eredità si spende, il risparmio si conserva. Un euro è un euro: una volta l'anno tutto il patrimonio su una pagina sola.
- Il conto mentale più costoso separa capitale e reddito: «vivo di cedole» spinge verso i prodotti che le promettono, e una cedola è capitale che cambia tasca. Il prelievo programmato lo decidete voi.
- Effetto cornice: «capitale protetto», «cedola del 5%», «garantito», «rendimento medio» cambiano la scelta senza cambiare i fatti. La difesa è tradurre ogni frase in euro e in probabilità.
- Non leggere per primo il guadagno o la perdita in verde o in rosso: è la cornice più potente che esista. Guardare il valore di oggi e la sua quota sul totale.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

07

Vincenti venduti,
perdenti tenuti.

Guardate un qualunque portafoglio tenuto a lungo senza un piano: i titoli che hanno guadagnato sono stati venduti presto, «per portare a casa il risultato»; quelli che hanno perso sono ancora lì, «in attesa che tornino». È l'effetto disposizione, il bias meglio misurato della finanza comportamentale, e costa due volte: fa vendere ciò che avrebbe continuato a salire e fa tenere ciò che continua a scendere. Questo capitolo lo mostra coi numeri, spiega il costo affondato e il rimpianto che lo alimentano, e dà la regola per uscirne.

7.1 I numeri di Odean

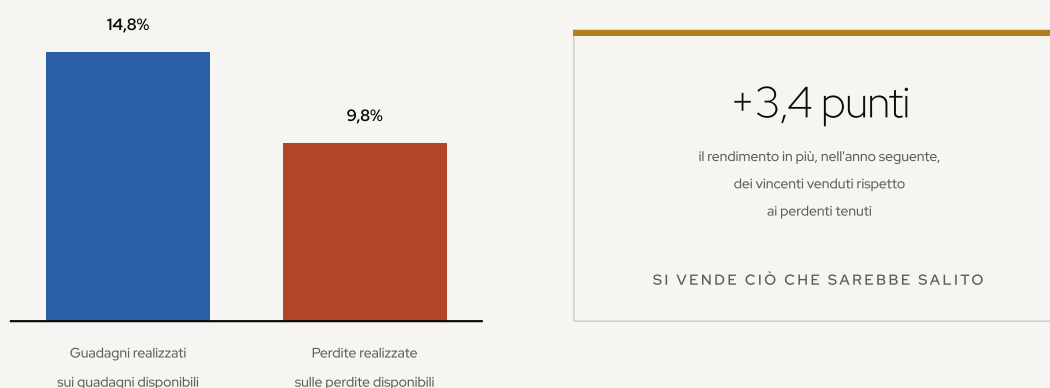
Nel 1998 Terrance Odean pubblicò sul *Journal of Finance* l'analisi di circa diecimila conti di un grande intermediario americano, dal 1987 al 1993. La domanda era semplice: quando un investitore vende, vende più volentieri un titolo in guadagno o uno in perdita? La misura fu costruita con cura: per ogni giorno di vendita si contarono i guadagni realizzati rispetto ai guadagni disponibili in portafoglio, e le perdite realizzate rispetto alle perdite disponibili. Il risultato: gli investitori realizzavano il **14,8%** dei guadagni disponibili e solo il **9,8%** delle perdite. Erano cioè una volta e mezza più propensi a vendere un vincente che un perdente.

Il nome del fenomeno, **effetto disposizione**, era stato dato tredici anni prima da Shefrin e Statman, che lo avevano spiegato con la teoria del prospetto: vendere in guadagno chiude un conto mentale con piacere; vendere in perdita chiude un conto con dolore, e il dolore pesa il doppio, quindi si rinvia. Odean aggiunse la parte che fa male: i vincenti venduti resero, nell'anno successivo, in media più dei perdenti tenuti. Gli investitori non stavano solo scegliendo in modo strano: stavano **scegliendo sistematicamente il lato peggiore**.

C'è un'eccezione istruttiva nei dati: a dicembre l'effetto si capovolgeva, con il 12,8% delle perdite realizzate contro il 10,8% dei guadagni, perché negli Stati Uniti realizzare le perdite entro fine anno riduce le imposte. Quando il fisco dà una ragione concreta per vendere in perdita, la gente vende. È la prova che il bias non è invincibile: basta una regola esterna, e una regola esterna è ciò che il piano scritto fornisce ogni giorno dell'anno. Anche in Italia, come la guida sull'oro ricorda, una minusvalenza realizzata con i documenti in mano vale un credito spendibile nell'anno stesso e nei quattro successivi, contro le

plusvalenze su azioni, obbligazioni e certificati e non contro i guadagni di fondi ed ETF, come spiega la guida sul fisco: vendere in perdita non è solo psicologicamente giusto, spesso è anche fiscalmente utile.

10.000 CONTI AMERICANI, 1987-1993: QUANTO SI VENDE, IN GUADAGNO E IN PERDITA



Un guadagno si realizza una volta e mezza più volentieri di una perdita; l'unica eccezione è dicembre, per le tasse (Odean, 1998).

FIGURA 7 I numeri di Odean

Odean, Journal of Finance (1998)

7.2 Il costo affondato

Il secondo motore dell'effetto disposizione è il **costo affondato**: la tendenza a continuare in un'impresa perché si è già investito molto, anche quando continuare non ha più senso. Arkes e Blumer lo misurarono nel 1985 con un esperimento sul teatro: chi aveva pagato l'abbonamento a prezzo pieno andò a più spettacoli di chi lo aveva avuto scontato (4,1 contro 3,3 nella prima metà della stagione), non perché gli spettacoli piacessero di più, ma perché «altrimenti avrei buttato i soldi». I soldi erano buttati in entrambi i casi, il giorno dell'acquisto.

L'esempio classico è il Concorde, che i governi francese e britannico continuarono a finanziare per anni sapendo che non sarebbe mai stato redditizio, perché troppo era già stato speso. Nei portafogli il Concorde è il titolo comprato a 100 che vale 40: «non posso vendere adesso, perderei 60». Ma i 60 sono già persi, oggi, qualunque cosa si faccia; l'unica decisione ancora aperta è se i 40 che restano siano meglio investiti in quel titolo o altrove. Il passato non è un argomento: è un costo affondato.

Il costo affondato spiega anche perché si aggiunge denaro a un investimento che scende («medio il prezzo di carico») senza chiedersi se lo si comprerebbe da zero, e perché si resta in un fondo costoso «perché ormai ci sono da vent'anni». In tutti i casi la domanda liberatoria è la stessa, e vale la pena ripeterla perché è la più importante della guida: **se oggi non avessi questa posizione, la aprirei a questo prezzo con questa somma?** Se no, il resto è archeologia.

IN PAROLE SEMPLICI

Il costo affondato è il ristorante in cui si finisce il piatto pessimo «perché l'ho pagato». Il conto è già stato pagato; l'unica cosa che si decide adesso è se soffrire ancora un po'. Con i titoli è uguale, solo che il piatto può continuare a peggiorare per anni.

7.3 Il rimpianto e l'omissione

Il terzo motore è il **rimpianto**, e in particolare la sua asimmetria: ci pentiamo di più di ciò che abbiamo fatto che di ciò che non abbiamo fatto. Vendere un titolo in perdita è un'azione, e se poi risale il rimpianto sarà bruciante e visibile («l'ho venduto io, al minimo»); tenerlo è un'omissione, e se continua a scendere il rimpianto sarà diffuso e negabile («chi poteva saperlo»). Il cervello sceglie l'omissione, perché il rimpianto dell'azione fa più male. Il portafoglio ne paga il conto.

Lo stesso meccanismo protegge la nostra immagine: finché il titolo non è venduto, la perdita «non è realizzata», e l'errore non è ammesso. Vendere significa dichiarare, a se stessi e al coniuge, che quella decisione era sbagliata. È una tassa psicologica sull'onestà, e molti preferiscono pagare in denaro. L'antidoto è cambiare la domanda: non «ho sbagliato?» ma «che cosa faccio adesso con questi 40?». Il diario delle decisioni del capitolo 9 aiuta anche qui, perché separa la decisione dal risultato: una decisione presa bene con le informazioni del momento resta una buona decisione anche se è andata male, e viceversa.

Vale la pena notare che i vincenti soffrono del bias opposto: si vendono presto «per non rischiare di perdere il guadagno», realizzando un piacere piccolo e rinunciando a un rendimento che, nei dati di Odean, era in media più alto. Il portafoglio che ne risulta è la collezione dei propri errori passati: pieno di perdenti tenuti, vuoto dei vincenti venduti. Peter Lynch lo descrisse come «tagliare i fiori e annaffiare le erbacce», e Warren Buffett la riprese, citandolo, nella lettera agli azionisti del 1988; la frase, pur nella sua semplicità, vale un capitolo di statistica.

7.4 La regola: guardare avanti

La difesa dall'effetto disposizione non richiede coraggio: richiede di cambiare la domanda e il momento. La domanda è quella del piano: ogni posizione si valuta **come se fosse nuova**, ignorando il prezzo di carico e la storia. Il momento è la revisione annuale, non il giorno in cui il titolo scende o sale: si esamina tutto il portafoglio insieme, con la lista del capitolo 9, e si decide per ogni posizione se ha ancora un compito nel piano. Se no, si vende, in guadagno o in perdita, con la stessa espressione del volto.

Per chi ha un portafoglio fatto di fondi indicizzati e ribilanciato a bande, l'effetto disposizione è quasi disinnescato per costruzione: non ci sono titoli singoli da giudicare, e il ribilanciamento vende un po' di ciò che è salito e compra ciò che è sceso, cioè l'esatto contrario del bias. Per chi tiene titoli singoli la regola va scritta: **nessuna posizione supera il 5% del patrimonio**, così che nessun perdente tenuto e nessun vincente venduto possa fare troppo male; e ogni posizione ha, nel diario, la ragione per cui esiste e la condizione alla quale si chiude.

Resta un consiglio pratico sull'estratto conto, ripetuto dal capitolo 6: se la piattaforma mostra i guadagni in verde e le perdite in rosso, si guarda un'altra colonna. Il verde e il rosso sono l'effetto disposizione in versione grafica, e nessuna regola resiste a lungo a uno stimolo ripetuto dieci volte al giorno. Il capitolo 8 passa all'ultima trappola della seconda parte, quella che riguarda tutti i titoli insieme: il momento.

DA RICORDARE

- Effetto disposizione (Odean, 1998): gli investitori realizzano il 14,8% dei guadagni disponibili e il 9,8% delle perdite, e i vincenti venduti rendono poi più dei perdenti tenuti. Si sceglie sistematicamente il lato peggiore.
- A dicembre il bias si capovolge perché il fisco premia le perdite realizzate: una regola esterna lo batte. In Italia una minusvalenza con i documenti vale un credito per l'anno in corso e i quattro successivi, spendibile su azioni, obbligazioni e certificati.
- Costo affondato (Arkes e Blumer, 1985): i 60 persi su 100 sono già persi; l'unica decisione aperta riguarda i 40 che restano. Il passato non è un argomento.
- Il rimpianto è asimmetrico: fa più male l'azione dell'omissione, quindi si tiene. Separare la decisione dal risultato col diario: una decisione presa bene resta buona anche se va male.
- La regola: ogni posizione si valuta come se fosse nuova, alla revisione annuale, con la stessa espressione in guadagno e in perdita; nessuna posizione oltre il 5%; non leggere il verde e il rosso.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

08

Il momento sbagliato.

«Esco adesso e rientro quando si sarà calmato.» È la frase più costosa della finanza, perché il mercato non avvisa quando si calma: rimbalza nei giorni in cui fa più paura, e chi è uscito il giorno prima guarda il rimbalzo da fuori. Questo capitolo chiude la parte delle trappole con la più cara di tutte, la scelta del momento: i giorni migliori che arrivano nei giorni peggiori, le crisi viste da chi conta in euro, il costo di aspettare, e l'unico market timing che un piano può permettersi.

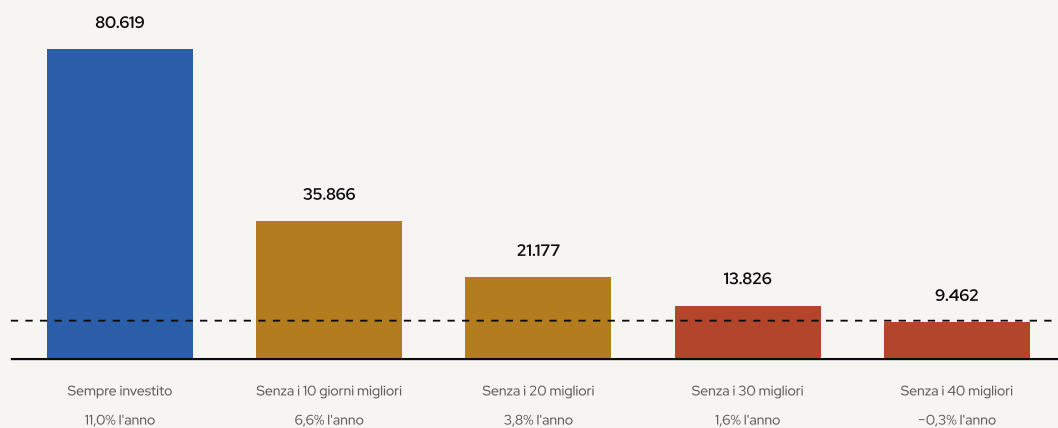
8.1 I giorni migliori arrivano nei giorni peggiori

La casa d'investimento J.P. Morgan rifà ogni anno lo stesso conto. Diecimila dollari investiti nell'indice azionario americano dal 3 gennaio 2006 al 31 dicembre 2025, dividendi reinvestiti, sono diventati **80.619 dollari**, l'11,0% l'anno. Chi, in quei vent'anni, è rimasto fuori dal mercato nei **dieci giorni migliori** (dieci sedute su circa cinquemila) ne ha 35.866, il 6,6% l'anno: meno della metà del risultato. Senza i venti giorni migliori 21.177 (3,8%); senza i trenta 13.826 (1,6%); senza i quaranta, 9.462: meno di quanto aveva messo. La figura mostra la scala.

La trappola non sta nel numero, ma nel calendario. Sulla stessa pagina J.P. Morgan annota che **sei dei dieci giorni migliori sono caduti entro due settimane dai dieci peggiori**, e cinque di quei sei dopo, non prima. Nel marzo 2020 l'indice americano perse il 9,51% giovedì 12, la sesta peggior seduta della sua storia; il giorno dopo guadagnò il 9,29%. Lunedì 16 perse l'11,98%, la terza peggiore di sempre; il 24 guadagnò il 9,38%. Chi vendette la sera del 12 marzo, o del 16, aveva un'ottima ragione per farlo, e perse il rimbalzo del mattino dopo. Wells Fargo ha rifatto il conto su trent'anni (luglio 1995–giugno 2025): l'8,45% l'anno restando investiti, il 5,56% senza i dieci giorni migliori; tre dei trenta giorni migliori e cinque dei trenta peggiori sono caduti in otto sedute, fra il 9 e il 18 marzo 2020.

Uno studio accademico ha allargato il campione. Javier Estrada (*Journal of Investing*, 2008) ha esaminato quindici mercati azionari e 160.278 sedute: in media, perdere i dieci giorni migliori lascia il 50,8% meno ricchi di chi resta investito; evitare i dieci peggiori rende il 150,4% più ricchi. L'esercizio è simmetrico, ed è giusto dirlo: chi sapesse evitare i giorni peggiori farebbe una fortuna. Ma nessuno sa in anticipo quale giorno sarà quale, e le sedute estreme sono raggruppate, non sparse: chi è fuori nei giorni peggiori è fuori, quasi sempre, anche in quelli migliori. La conclusione di Estrada è che tentare di prevedere quei giorni «sembra una scommessa perdente», e i dieci giorni che decidono un ventennio sono due sedute su mille, meno dello 0,1% nelle serie più lunghe che ha esaminato.

10.000 DOLLARI NELL'INDICE AMERICANO, 3 GENNAIO 2006 - 31 DICEMBRE 2025: IL VALORE FINALE



Dieci sedute su cinquemila tolgono più della metà del risultato; sei di quei dieci giorni sono caduti entro due settimane dai dieci peggiori. La linea tratteggiata: i 10.000 iniziali.

FIGURA 8 Se si perdono i giorni migliori

J.P. Morgan Asset Management, Guide to Retirement 2026 (S&P 500, 2006-2025)

8.2 Le crisi, viste da chi conta in euro

Le crisi che un risparmiatore italiano ha attraversato negli ultimi venticinque anni sono nella tabella, misurate sull'azionario mondiale in euro, dividendi reinvestiti, sulla serie MSCI che parte dal dicembre 2000:

LA CADUTA	DAL MASSIMO AL MINIMO	PERDITA	MASSIMO RECUPERATO
Dopo la bolla tecnologica, fino alla crisi finanziaria	24 maggio 2001, 9 marzo 2009	-53,6%	1° marzo 2013, dopo 11 anni e 9 mesi
Cina e petrolio	15 aprile 2015, 11 febbraio 2016	-21,8%	8 dicembre 2016
Tassi e dazi	3 ottobre, 25 dicembre 2018	-16,6%	29 marzo 2019
Pandemia	19 febbraio, 23 marzo 2020	-33,8%	7 gennaio 2021
Inflazione e tassi	4 gennaio, 20 giugno 2022	-16,9%	14 settembre 2023
Dazi	19 febbraio, 21 aprile 2025	-20,3%	6 ottobre 2025

TABELLA 2 Le cadute dell'azionario mondiale in euro

Sette cadute di almeno il 10% dal massimo storico precedente in venticinque anni e otto mesi, una ogni tre anni e otto mesi, quattro delle quali di almeno il 20%: la tabella mostra le sei che hanno lasciato il segno, mentre la settima, del 15% fra il gennaio e l'aprile del 2001, fu riassorbita in sette settimane. Sull'indice americano, dal 1954, un calo del 10% arriva in media ogni diciotto mesi e uno del 20% ogni sei anni. Non sono eccezioni: sono il prezzo del biglietto, e chi compra azioni sapendo di doverle tenere quindici anni compra anche, in media, quattro cadute di almeno il 10% dal massimo storico e due di almeno il 20%. Due cose la tabella dice chiaramente. La prima: **ogni caduta è stata recuperata**, senza eccezioni, compresa quella che ha richiesto quasi dodici anni; nei vent'anni dal 2006 al 2025, che contengono il 2008, il 2020 e il 2022, l'azionario mondiale ha reso in euro l'8,54% l'anno, più che quintuplicando il capitale, e dal 1999 al 2025 ha chiuso in perdita otto anni su ventisette. La seconda: il recupero è arrivato **senza chi era uscito**, perché si è concentrato nei giorni e nei mesi in cui la paura era ancora al massimo.

Un dettaglio riguarda la valuta, e conta per chi legge i giornali americani ma vive in euro. In dollari l'indice mondiale aveva già recuperato il massimo pre-pandemia il 24 agosto 2020; in euro solo il 7 gennaio 2021, perché nel frattempo l'euro si era rafforzato da 1,08 a 1,22 dollari. Nel 2025 lo stesso indice ha reso il 21,1% in dollari e il 6,8% in euro. Il 2022, infine, è il caso a parte: quell'anno nemmeno le obbligazioni hanno protetto. L'indice delle obbligazioni in euro ha perso il 17,2%, il peggior anno da quando esiste, e un fondo che lo replica aveva perso circa un quinto dal massimo di fine 2020 al minimo dell'ottobre 2022, e a settembre 2026 non ha ancora recuperato quel massimo. Dai fondi obbligazionari italiani sono usciti 17,4 miliardi in quell'anno, quasi tutti dopo il calo; e chi ha venduto obbligazioni a fine 2022 le ha vendute nel momento in cui rendevano di più da un decennio: dal 2023 l'indice ha reso il 7,2%, il 2,6% e l'1,3%. Il capitolo 11 fa i conti di una famiglia che ha attraversato entrambi gli anni.

8.3 Aspettare il momento giusto

Il market timing ha una faccia speculare, meno drammatica e altrettanto cara: non vendere, ma **non comprare**. «Aspetto che scenda», «aspetto che si calmi», «entro un po' per volta»: sono i modi in cui una somma disponibile resta sul conto per mesi o anni. Vanguard ha misurato il costo dell'attesa in due studi. Nel 2012, su portafogli 60/40 e periodi decennali chiusi nel 2011 (dal 1926 negli Stati Uniti, dal 1976 nel Regno Unito, dal 1984 in Australia), investire tutto subito ha battuto chi spalmava la somma su dodici mesi nel **67% dei casi** negli Stati Uniti, nel 67% nel Regno Unito e nel 66% in Australia. Nel 2023, sull'azionario mondiale dal 1976 al 2022 e con un orizzonte di un anno, la somma unica ha battuto un ingresso in tre rate mensili nel 68% dei casi, e le tre rate hanno battuto a loro volta la liquidità ferma nel 69%; su 100.000 dollari, dopo un anno la ricchezza mediana era di 111.940 con la somma unica e di 109.580 con le tre rate, in un portafoglio tutto azionario; 109.360 contro 107.453 in un 60/40.

La ragione è semplice: i mercati salgono più spesso di quanto scendano. L'azionario mondiale in euro ha chiuso in rialzo più della metà delle sedute, circa sei mesi su dieci e sette anni su dieci, e ogni giorno passato ad aspettare è, in media, un giorno di rialzo perso. Ma la ragione comportamentale è più forte di quella statistica: **il momento giusto non arriva mai**, perché il segnale che lo annuncerebbe (la calma,

le notizie buone, l'indice tornato ai massimi) è lo stesso segnale che dice che i prezzi sono già risaliti. Chi ha venduto nel marzo 2020 e aspettava «che si chiarisse» ha avuto la chiarezza nel gennaio 2021, con i vaccini e l'indice sui massimi: il 33,6% sopra il prezzo a cui aveva venduto, e oltre il 50% sopra se aveva venduto sul minimo del 23 marzo. La chiarezza si paga sempre, e il prezzo è il prezzo.

Vanguard fa una distinzione che la guida adotta. Il piano di accumulo sul reddito corrente (una quota di ogni stipendio) non è una scelta di timing: è l'unico modo di investire soldi che non si hanno ancora, ed è ottimo. Spalmare una somma già disponibile, invece, costa in media un paio di punti del risultato a un anno, in cambio di un vantaggio che non è finanziario: non essere la persona che ha investito tutto il giorno prima del crollo. Il capitolo 10 accetta questo prezzo per ragioni comportamentali, e suggerisce tre o quattro rate distanziate di qualche mese per una somma grande. Ciò che non accetta è la liquidità che aspetta un segno.

IN PAROLE SEMPLICI

Scegliere il momento per entrare o uscire dal mercato è come cercare di salire su una giostra in corsa scegliendo l'istante in cui va più piano: si finisce per aspettare a terra, e la giostra non rallenta mai quando la si guarda. Chi ha deciso di fare il giro sale, si tiene, e scende quando è finito.

8.4 L'unico market timing permesso

La difesa non è «non muoversi mai»: è muoversi **per regola e non per previsione**. Le bande di ribilanciamento del capitolo 10 dicono che quando le azioni superano il 65% del portafoglio se ne vende una parte, e quando scendono sotto il 55% se ne compra; la regola di scenario del capitolo 9 dice che dopo un calo del 20% dal massimo si compra ciò che è sceso, entro il mese, senza discutere. Entrambe sono una forma di market timing, ma usano il prezzo che c'è e non il prezzo che verrà, e per costruzione fanno l'opposto del gregge: nel marzo 2020 hanno comprato ciò che tutti vendevano, senza che nessuno dovesse trovare il coraggio di farlo; e nel 2022, quando tutto scendeva insieme, hanno detto di non fare nulla.

La domanda giusta, poi, non è mai *quando*, ma **quanto**. La quota di azioni si decide nel giorno calmo, in base all'orizzonte e alla capacità di perdita, e si scrive in euro: chi ha il 60% di 300.000 euro in azioni deve aver scritto che un calo del 35% delle azioni vale 63.000 euro in meno sul conto, e averlo accettato prima. Se quel numero è inaccettabile, la risposta non è un timing migliore: è una quota più bassa, decisa oggi, e il resto in strumenti che non oscillano. La capacità di sopportare il giorno peggiore si compra in anticipo, con la ripartizione; non si trova il giorno stesso, con l'intuito.

C'è infine un'ultima trappola, che il capitolo 4 ha chiamato senno di poi e il capitolo 5 recenza: dopo ogni crisi il crollo sembra che fosse prevedibile e la ripresa scontata, e questa memoria riscritta fa credere che la prossima volta si potrà uscire prima e rientrare al minimo. I dati di questo capitolo dicono il contrario per chiunque, professionisti compresi. La seconda parte finisce qui: quattro trappole, tutte con lo stesso meccanismo, una decisione presa nel momento in cui il Sistema 1 comanda. La terza parte non insegna a prevedere: insegna a decidere prima.

DA RICORDARE

- Diecimila dollari nell'indice americano dal 2006 al 2025 diventano 80.619; senza i dieci giorni migliori 35.866, senza i trenta 13.826, senza i quaranta meno dell'inizio (J.P. Morgan, 2026). Sei dei dieci giorni migliori sono caduti entro due settimane dai dieci peggiori: chi esce dopo un crollo perde il rimbalzo.
- L'azionario mondiale in euro ha perso il 53,6% fra il 2001 e il 2009, il 33,8% nel 2020, il 20,3% nel 2025: sette cadute di almeno il 10% in venticinque anni e otto mesi, tutte recuperate, sempre senza chi era uscito. Nel 2022 nemmeno le obbligazioni hanno protetto (-17,2%).
- Chi conta in euro non vive le crisi americane: il massimo del 2020 è tornato in dollari ad agosto 2020 e in euro solo a gennaio 2021; nel 2025 +21% in dollari, +7% in euro.
- Aspettare il momento giusto costa: investire subito batte l'ingresso a rate in due casi su tre (Vanguard) perché i mercati salgono in più della metà delle sedute e in sette anni su dieci; e il momento «chiaro» arriva quando i prezzi sono già risaliti.
- L'unico market timing permesso è quello per regola: bande di ribilanciamento e regola del -20%. La domanda non è quando, ma quanto: la quota di azioni si decide nel giorno calmo e si scrive in euro.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.



PARTE TERZA · CAPITOLI 9-13

Le difese.

Come si chiude il divario: il piano scritto, gli automatismi,
una famiglia su due strade, l'argine e il venditore, le
parole.

09

Le corde
di Ulisse.

Ulisse voleva ascoltare il canto delle sirene senza finire sugli scogli. Non contò sulla propria forza di volontà: si fece legare all'albero e ordinò ai compagni di non slegarlo, qualunque cosa avesse gridato. È la prima difesa comportamentale della storia, e resta la migliore: decidere nel giorno calmo che cosa si farà nel giorno della tempesta, e metterlo per iscritto. Questo capitolo costruisce il piano scritto di una famiglia, con le regole che tolgono la decisione al momento sbagliato.

9.1 Decidere prima, non durante

Il filosofo Jon Elster ha dato a questa strategia il nome che merita, in un libro del 1979 intitolato appunto *Ulisse e le sirene*: il **pre-impegno** (in inglese *precommitment*). Consiste nel limitare in anticipo la propria libertà futura, perché si sa che nel futuro si sarà meno lucidi di adesso. Chi mette la sveglia lontana dal letto, chi non tiene dolci in casa, chi versa lo stipendio su un conto da cui non può prelevare senza preavviso, fa esattamente questo. In finanza il pre-impegno ha una forma precisa: **il piano scritto**.

La logica è quella dei due sistemi del capitolo 2. Nel giorno calmo il Sistema 2 è sveglio, ha tempo, ragiona su probabilità e orizzonti; nel giorno della paura comanda il Sistema 1, e nessun ragionamento fatto in quel momento sarà davvero un ragionamento. Il piano scritto trasferisce la decisione dal secondo giorno al primo: quando arriva la tempesta, non si decide, **si esegue**. E l'esecuzione di una regola non richiede coraggio, solo obbedienza a se stessi.

C'è un dettaglio della storia di Ulisse che vale una lezione. Le corde da sole non bastavano: servivano i compagni con la cera nelle orecchie, che non sentivano il canto e non avrebbero ceduto alle suppliche. Nella terza parte della guida i compagni hanno due nomi: gli **automatismi** del capitolo 10, che eseguono senza sentire, e l'**argine** del capitolo 12, la persona a cui si affida il compito di non slegare.

9.2 Che cosa contiene un piano scritto

I professionisti lo chiamano *Investment Policy Statement*, e le grandi fondazioni non muovono un euro senza. Per una famiglia bastano due pagine, ma devono rispondere a sei domande, nell'ordine. **Perché**: gli obiettivi con la loro data (la pensione fra vent'anni, l'università dei figli fra otto, la casa fra tre) e la loro priorità. **Quanto tempo**: l'orizzonte di ogni obiettivo, che decide quanto rischio è sopportabile per

quella somma. **Quanto rischio:** la perdita massima che si è disposti a vedere sul conto senza cambiare piano, scritta in euro, non in percentuale (il 30% di 300.000 è 90.000: va scritto così). **Come:** le quote di azioni, obbligazioni, liquidità, oro, con le bande entro cui possono oscillare prima di intervenire. **Quando:** il calendario delle revisioni (una volta l'anno) e dei versamenti. **Che cosa farò se:** le regole per gli scenari prevedibili.

L'ultima domanda è la più importante e la meno frequentata. Un piano che non dice che cosa si farà quando il mercato scende del 20% non è un piano: è un desiderio. Le regole vanno scritte come istruzioni operative, nella forma «se accade X, faccio Y», e Y dev'essere qualcosa che si può eseguire senza pensare: «Se le azioni scendono del 20% dal massimo, ribilancio verso le quote del piano entro il mese, comprando ciò che è sceso. Non vendo. Non guardo il conto più di una volta a settimana. Non compro nulla che non fosse già nel piano.» Chi scrive questa frase nel 2019 la esegue nel marzo 2020 quasi senza fatica; chi non l'ha scritta deve inventarla nel giorno peggiore, e non ci riesce.

Il piano si scrive una volta, si firma (letteralmente: da soli o con il consulente) e si rilegge alla revisione annuale e ogni volta che si sente il bisogno di «fare qualcosa». Nella maggior parte dei casi il bisogno passa alla seconda pagina. La figura riassume la struttura; il capitolo 11 mostra un piano al lavoro nel 2020 e nel 2022.

IN PAROLE SEMPLICI

Il piano scritto è come il testamento biologico: lo si redige da sani per decidere che cosa vogliamo che sia fatto quando non saremo in grado di deciderlo. Nessuno scrive il proprio testamento biologico in terapia intensiva. Nessuno dovrebbe scrivere la propria strategia d'investimento in un giorno di crollo.

IL PIANO SCRITTO: SEI DOMANDE, DUE PAGINE



Senza la sesta domanda non è un piano: è un desiderio.

FIGURA 9 Il piano scritto in sei domande

Schema di metodo

9.3 Le regole del giorno calmo

Oltre alle regole di scenario, tre regole di metodo si sono dimostrate efficaci contro i bias della seconda parte. La prima è la **regola della notte**: nessuna operazione non prevista dal piano si esegue lo stesso giorno in cui è venuta in mente. Si scrive, si dorme, si rilegge. Non esiste una scadenza magica (c'è chi dice 72 ore), ma esiste un fatto: la maggior parte degli impulsi finanziari non sopravvive a una notte di sonno, e quelli che sopravvivono meritano almeno il Sistema 2.

La seconda è il **pre-mortem**, un esercizio ideato dallo psicologo Gary Klein e raccomandato da Kahneman: prima di una decisione importante si immagina che sia passato un anno, che la decisione si sia rivelata un disastro, e si scrive in cinque righe la storia di come è andata male. Il pre-mortem aggira l'eccesso di fiducia del capitolo 4, perché non chiede «può andare male?» (risposta: no) ma «racconta come è andata male» (risposta: sorprendentemente facile).

La terza è il **diario delle decisioni**, che Kahneman, interrogato su quale fosse la singola cosa più utile per un investitore, indicò senza esitare (lo racconta Michael Mauboussin): comprare un quaderno economico e annotare ogni scelta non di routine in tre righe, con la data, la ragione e che cosa ci si aspetta. Non serve a giudicarsi: serve a battere il senno di poi, il bias che riscrive la memoria facendoci credere di «averlo sempre saputo». Rileggere dopo un anno le ragioni per cui si è comprato quel titolo o si è venduto quel fondo è la lezione più economica che un investitore possa comprare, e il diario è l'unico modo per riceverla.

9.4 La lista delle dieci domande

Il chirurgo Atul Gawande ha mostrato, in un libro celebre, che una semplice lista di controllo riduce gli errori in sala operatoria più di qualunque appello all'attenzione: non perché i chirurghi non sappiano che cosa fare, ma perché sotto pressione dimenticano di farlo. L'investitore è nella stessa condizione, e una lista serve allo stesso scopo. Questa è quella della guida, da compilare prima di ogni operazione che non sia un versamento programmato o un ribilanciamento da calendario:

DOMANDA	IL BIAS CHE INTERCETTA
1. Questa operazione era prevista dal piano scritto?	Tutti: se non era prevista, è probabilmente un impulso
2. Che cosa è cambiato nei miei obiettivi, non nei mercati?	Recenza, gregge: i mercati cambiano ogni giorno, gli obiettivi no
3. Comprerei oggi questo titolo a questo prezzo, se non lo avessi?	Effetto disposizione, costo affondato, ancoraggio al prezzo di carico
4. Da dove viene l'idea: dal piano, da una notizia, da una persona?	Disponibilità, gregge, autorità
5. Che cosa perdo se sbaglio, in euro, e posso permettermelo?	Eccesso di fiducia, illusione di controllo
6. Qual è la storia del pre-mortem?	Eccesso di fiducia, senno di poi
7. Chi guadagna se lo faccio? (commissioni, retrocessioni, spread)	Il venditore che sfrutta i bias
8. Ho dormito una notte da quando l'ho pensata?	Sistema 1: l'impulso non sopravvive al sonno
9. Che cosa direbbe il mio consulente, o la persona più prudente che conosco?	Gregge, eccesso di fiducia
10. L'ho scritta nel diario, con la ragione e l'aspettativa?	Senno di poi

TABELLA 3 Le dieci domande

Dieci domande, cinque minuti. Non impediscono di decidere: impediscono di decidere *senza accorgersene*, che è tutto ciò che la finanza comportamentale chiede. Il capitolo 10 aggiunge la difesa più potente di tutte: quella che non richiede nemmeno i cinque minuti, perché lavora da sola.

DA RICORDARE

- Pre-impegno (Elster, 1979): limitare oggi la libertà di domani, perché domani si sarà meno lucidi. In finanza si chiama piano scritto: nel giorno della paura non si decide, si esegue.
- Un piano risponde a sei domande: perché, quanto tempo, quanto rischio (in euro), come (quote e bande), quando (calendario), che cosa farò se. Senza l'ultima è un desiderio.
- Le regole di scenario si scrivono come istruzioni: «se le azioni scendono del 20%, ribilancio comprando ciò che è sceso, non vendo, non guardo il conto più di una volta a settimana».
- Tre regole di metodo: la notte di sonno prima di ogni operazione non prevista; il pre-mortem (raccontare come è andata male); il diario delle decisioni contro il senno di poi.
- La lista delle dieci domande prima di ogni operazione: la prima, «era prevista dal piano?», intercetta da sola quasi tutti gli impulsi.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

10

Il pilota
automatico.

La difesa più efficace contro i propri errori è quella che non richiede di essere eseguita: l'automatismo. Un versamento che parte da solo, un ribilanciamento che segue il calendario e non l'umore, un'app che non c'è più sul telefono. La ricerca lo ha misurato in modo spettacolare: cambiare l'opzione di partenza, senza togliere a nessuno la libertà di scegliere, ha quasi raddoppiato la partecipazione ai piani pensionistici. Questo capitolo mette il pilota automatico al servizio del piano scritto.

10.1 La forza dell'opzione di partenza

Nel 2001 gli economisti Brigitte Madrian e Dennis Shea studiarono un'azienda americana che aveva cambiato una sola cosa nel proprio piano pensionistico: i nuovi assunti, invece di dover chiedere di iscriversi, erano iscritti automaticamente e potevano uscire in qualunque momento. La libertà era identica, l'informazione identica, il costo identico. La partecipazione passò dal **49% all'86%**. Nessuno aveva convinto nessuno: era cambiata soltanto la risposta che si otteneva non facendo nulla.

Nel 1998 Richard Thaler e Shlomo Benartzi avevano già messo alla prova, in un'azienda manifatturiera, il programma *Save More Tomorrow*, i cui risultati pubblicarono nel 2004: i dipendenti si impegnavano a destinare al risparmio una parte dei *futuri* aumenti di stipendio, senza toccare lo stipendio presente. Chi aderì passò in quaranta mesi, quattro aumenti di stipendio, da un tasso di risparmio del **3,5% al 13,6%**. Il programma sfruttava tre bias a fin di bene: l'inerzia (una volta iscritti non si esce), l'avversione alle perdite (lo stipendio in busta non scende mai) e il fatto che rinunciare a soldi futuri fa meno male che rinunciare a soldi presenti. Da queste idee nacque il libro *Nudge* (2008) e il Nobel a Thaler.

La lezione per una famiglia è diretta: **non contare sulla propria disciplina, progettare la propria inerzia**. Ogni decisione che si ripete (versare, ribilanciare, non guardare) va trasformata in un'opzione di partenza che si esegue da sola, così che l'unica cosa che richieda uno sforzo sia interromperla. Le sezioni che seguono lo fanno per le tre decisioni che contano.

10.2 Versare senza decidere

Il **piano di accumulo** è l'automatismo più antico e più sottovalutato: una somma fissa che ogni mese, lo stesso giorno, passa dal conto corrente all'investimento. Sul piano finanziario non è la strategia più redditizia in media: chi ha una somma disponibile subito e la investe tutta batte, in circa due casi su tre nella storia dei mercati secondo le analisi di Vanguard, chi la spalma su dodici mesi, semplicemente perché i mercati salgono più spesso di quanto scendano. Ma il piano di accumulo non è una strategia finanziaria: è una **strategia comportamentale**, e sul suo terreno non ha rivali.

Fa tre cose che nessuna decisione mensile farebbe. Elimina il market timing, perché il giorno del versamento lo decide il calendario: nel marzo 2020 il piano di accumulo comprava a sconto mentre l'investitore libero vendeva. Elimina il rimpianto, perché nessun versamento è «quello sbagliato». E trasforma il risparmio in un'opzione di partenza: la somma non passa più dal conto, quindi non si spende e non si «aspetta il momento giusto» per investirla, che è il momento che non arriva mai. Per la somma che si ha già, la guida suggerisce una via di mezzo: investirla in tre o quattro rate distanziate di qualche mese, rinunciando a un po' di rendimento atteso in cambio della certezza di non essere la persona che ha investito tutto il giorno prima del crollo.

Il versamento automatico va abbinato a un **prelievo programmato** per chi vive del patrimonio: una somma fissa mensile che esce dall'investimento verso il conto, decisa una volta l'anno alla revisione, indipendente dalle cedole e dai dividendi. È l'antidoto al conto mentale del «vivo solo di cedole» del capitolo 6, e al suo effetto perverso di spingere verso i prodotti che promettono cedole alte.

IN PAROLE SEMPLICI

L'automatismo è il termostato di casa: nessuno regola il riscaldamento a mano ogni ora, e non perché sia incapace, ma perché il termostato non dimentica, non ha paura del freddo e non legge le previsioni. Il piano di accumulo e il ribilanciamento a bande sono i termostati del patrimonio.

10.3 Il ribilanciamento a bande

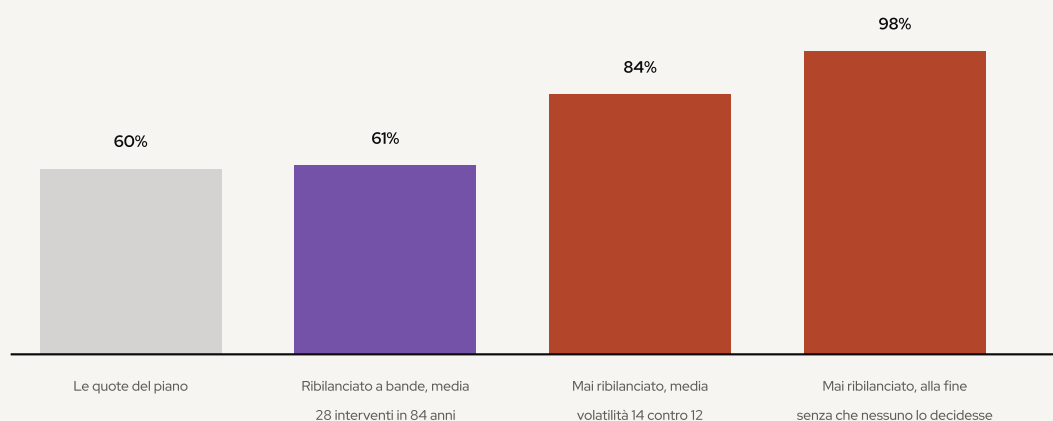
Il **ribilanciamento** è la regola che trasforma la volatilità da nemica in alleata. Il piano fissa le quote (per esempio 60% azioni e 40% obbligazioni) e le bande entro cui possono oscillare (per esempio cinque punti). Quando le azioni salgono e superano il 65%, se ne vende una parte e si compra ciò che è rimasto indietro; quando scendono sotto il 55%, si fa il contrario. Non c'è previsione: c'è una soglia e un'azione. Il risultato meccanico è che si vende un po' di ciò che è caro e si compra un po' di ciò che è a sconto, cioè esattamente ciò che il Sistema 1 non farebbe mai.

Le evidenze dicono che il ribilanciamento serve prima di tutto a **tenere il rischio dove il piano lo ha messo**: nei dati di Vanguard dal 1926, un portafoglio 60/40 mai ribilanciato è arrivato a una quota azionaria media dell'84%, e finale del 98%, senza che nessuno l'avesse deciso, con una volatilità di 14

contro 12; controllato una volta l'anno con bande del 5%, ha richiesto 28 interventi in 84 anni e ha tenuto la quota media al 61%. Sul rendimento l'effetto è piccolo e dipende dai periodi (Vanguard indica il monitoraggio annuale o semestrale con soglia del 5% come «ragionevole equilibrio» per la maggior parte degli investitori); sul comportamento è enorme, perché dà all'investitore **qualcosa da fare nel giorno della paura** che non sia vendere. Nel marzo 2020 chi aveva una regola di ribilanciamento ha comprato azioni; chi non l'aveva ha cercato di indovinare il fondo, e la maggioranza ha indovinato male.

La frequenza giusta è bassa: si controllano le quote una volta l'anno, alla revisione, o quando un movimento di mercato è così grande da far pensare che una banda sia stata superata. Per l'oro fisico, come ricorda la guida sorella sull'oro, si ribilancia con pochi atti distanziati di anni; per i titoli in banca basta un ordine. Il capitolo 11 fa i conti di un ribilanciamento eseguito nel marzo 2020, quando la soglia è scattata, e di una revisione di fine 2022 in cui la regola dice di non fare nulla.

UN PORTAFOGLIO 60/40 DAL 1926 AL 2009 (VANGUARD): LA QUOTA DI AZIONI, CON E SENZA RIBILANCIAMENTO



Il ribilanciamento non aggiunge rendimento: tiene il rischio dove il piano lo ha messo, e dà qualcosa da fare nel giorno della paura.

FIGURA 10 Il ribilanciamento tiene il rischio dove il piano lo ha messo

Vanguard, Best practices for portfolio rebalancing (2010)

10.4 L'informazione a bassa frequenza

Un aneddoto circola da anni nel settore: una grande casa di fondi americana avrebbe scoperto che i conti con i risultati migliori erano quelli dei clienti che si erano dimenticati di averli, o che erano morti. Lo studio non è mai stato pubblicato, e la storia nasce da una battuta in un podcast del 2014; ma l'evidenza vera esiste, ed è quella di Barber e Odean del capitolo 4: chi non tocca guadagna di più. La terza decisione da automatizzare è dunque **quante volte guardare**. Il capitolo 3 ha mostrato che chi vede il proprio portafoglio più spesso vede più perdite, ha più paura e investe peggio. L'automatismo qui è un'assenza: **l'app della banca non sta sul telefono**, i prezzi non stanno nella schermata iniziale, il rendiconto arriva una volta al trimestre e si legge una volta al trimestre. È la cera nelle orecchie dei compagni di Ulisse: non si resiste al canto, semplicemente non lo si sente.

Lo stesso vale per le notizie. Una dieta ragionevole per un investitore di lungo periodo è di una lettura settimanale, di qualità, e nessuna nei giorni di crollo, che è esattamente quando la tentazione di leggere è più forte e l'utilità di farlo è più bassa: ciò che si legge in quei giorni è il resoconto di quanto è già accaduto ai prezzi, condito da previsioni che valgono quanto quelle del giorno prima. Chi vuole sapere che cosa fare nel giorno di crollo non deve leggere il giornale: deve rileggere la seconda pagina del proprio piano.

C'è infine un automatismo che riguarda il patrimonio intero, e la guida sorella sulla liquidità lo chiama i tre secchi: la cassa di tutti i giorni, il cuscinetto per gli imprevisti a un giorno di distanza, e il resto investito. Non è solo organizzazione: è una difesa comportamentale. Chi sa che le spese dei prossimi due anni sono al sicuro può lasciare gli investimenti in pace nel giorno del crollo, perché **non ha bisogno di quei soldi domani**; chi tiene tutto in un unico conto vede il crollo come una minaccia alla spesa, e vende. La struttura del patrimonio decide, in anticipo, quanta paura ci si può permettere.

DA RICORDARE

- Non contare sulla disciplina: progettare l'inerzia. Iscrizione automatica: partecipazione dal 49 all'86% (Madrian e Shea, 2001); Save More Tomorrow: risparmio dal 3,5 al 13,6% in quaranta mesi (Thaler e Benartzi, dal 1998, pubblicato nel 2004).
- Il piano di accumulo non è la strategia più redditizia in media (investire subito vince due volte su tre), ma è la miglior difesa comportamentale: toglie il market timing, il rimpianto e la spesa.
- Ribilanciamento a bande: quote e soglie fissate nel piano; si vende ciò che è caro e si compra ciò che è a sconto per regola, non per previsione. Tiene il rischio dove il piano lo ha messo e dà qualcosa da fare nel giorno della paura.
- Informazione a bassa frequenza: niente app sul telefono, rendiconto trimestrale, una lettura a settimana, nessuna nei giorni di crollo.
- I tre secchi della guida sulla liquidità sono anche una difesa comportamentale: chi ha le spese dei prossimi due anni al sicuro può lasciare gli investimenti in pace.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

11

Una famiglia,
due strade.

Giulia e Andrea hanno 300.000 euro, un obiettivo a quindici anni e lo stesso portafoglio: sessanta per cento di azioni mondiali, quaranta di obbligazioni in euro. Li seguiamo dal 31 dicembre 2019 al 31 dicembre 2025, attraverso il marzo 2020, il 2022 e le risalite, lungo due strade: nella prima decidono quando serve, nella seconda hanno deciso prima, su due pagine firmate. Stessi prodotti, stessi mercati, stessi soldi. Cambia solo la testa; e alla fine cambiano 166.000 euro.

11.1 La famiglia, il portafoglio, il piano

Giulia ha 48 anni e insegna; Andrea ne ha 50 ed è quadro in un'azienda; due figli di 16 e 19 anni, la casa senza mutuo. A fine 2019 hanno 300.000 euro, fra un'eredità e vent'anni di risparmi, e un obiettivo chiaro: integrare la pensione a partire dal 2035. Le spese dei prossimi due anni sono coperte dai redditi e da un cuscinetto tenuto a parte, con la logica dei tre secchi del capitolo 10. Il portafoglio è lo stesso su entrambe le strade: **180.000 euro in un fondo indicizzato sull'azionario mondiale** (l'indice MSCI World, dividendi reinvestiti, in euro) e **120.000 in un fondo indicizzato sulle obbligazioni in euro** (l'indice Bloomberg Euro Aggregate). Sessanta e quaranta.

Sulla **strada A** la famiglia non ha scritto nulla: «decideremo quando serve». L'app della banca è sul telefono di Andrea, che segue le notizie. Sulla **strada B**, nel dicembre 2019, in un giorno calmo, Giulia e Andrea hanno compilato le due pagine del capitolo 9: l'obiettivo e la data; l'orizzonte di quindici anni; la perdita massima accettata, scritta in euro («un calo del 35% delle azioni vale 63.000 euro in meno sul conto: lo accettiamo»); le quote, 60 e 40, con bande di cinque punti; la revisione ogni 31 dicembre; e la regola di scenario: *«Se le azioni scendono del 20% dal massimo, ribilanciamo alle quote del piano entro il mese, comprando ciò che è sceso. Non vendiamo. Non guardiamo il conto più di una volta a settimana.»* Firmato da entrambi, e da chi li segue.

Il caso è ricomposto a fini illustrativi: le persone non esistono, i numeri sì. Le azioni sono valutate ai livelli giornalieri ufficiali dell'indice; le obbligazioni con il rendimento annuo dell'indice, considerato fermo nei mesi intermedi per semplicità; non si contano costi né imposte, per nessuna delle due strade, e le somme parcheggiate dalla strada A rendono, quando lo dice il testo, un 3% l'anno di ipotesi, generoso. Nessuna delle due strade è avvantaggiata per costruzione: trascurare le imposte aiuta la strada B, che realizza una plusvalenza a ogni ribilanciamento, e il 3% accreditato al deposito aiuta la strada A.

11.2 2020: il mese della paura

Il 19 febbraio 2020 l'indice azionario mondiale in euro tocca il massimo, a 338,5 punti. Il 9 marzo, lunedì, chiude il 22% sotto: è il primo giorno oltre la soglia del 20%, e sulla strada B la regola è scattata. Giovedì 12 la Borsa americana perde il 9,5%, lunedì 16 il 12%. Il 23 marzo l'indice tocca il minimo, 224,2 punti, il 33,8% sotto il massimo: i 180.000 euro di azioni valgono **128.000**. L'Italia è chiusa in casa, i telegiornali contano i morti, nessuno sa quanto durerà. Il 31 marzo l'indice è risalito a 254,6; le azioni della famiglia valgono 145.377 euro, 34.600 meno di fine dicembre.

Quel giorno le due strade si separano. Sulla strada A Andrea vende le azioni: «aspettiamo che si chiarisca». Incassa 145.377 euro, che restano sul conto, e tiene le obbligazioni. Sulla strada B, lo stesso giorno, Giulia e Andrea eseguono la regola: vendono 13.849 euro di obbligazioni e comprano azioni, riportando le quote a 60 e 40. Non pensano che sia il minimo; non pensano niente. Eseguono una frase scritta quattro mesi prima, in un giorno in cui era facile scriverla.

Poi il mercato risale, come sempre senza avvisare: 296,8 a fine giugno, 311,6 a fine agosto, 322 il 9 novembre, il giorno del vaccino, 335,1 a fine anno, il 6,3% sopra il livello di dodici mesi prima. A fine 2020 la strada B vale **320.024 euro**; le azioni sono salite al 65,5% e la revisione di dicembre ne vende 17.613 per tornare a 60 e 40. La strada A vale 270.177 euro: 145.377 fermi sul conto e 124.800 di obbligazioni. Cinquantamila euro di differenza, nello stesso anno, con gli stessi prodotti. Il 7 gennaio 2021, quando i giornali scrivono che la Borsa ha recuperato tutto, Andrea rientra: compra le azioni a 340,0 punti, il **33,6% sopra il prezzo** a cui le aveva vendute. Ha venduto a 100 e riaccomprato a 134.

IN PAROLE SEMPLICI

La strada A non ha sbagliato previsione: ha sbagliato il momento in cui decidere. La strada B non ha indovinato il minimo: non ha nemmeno provato. Ha fatto ciò che un pilota fa in una turbolenza: eseguire la procedura scritta a terra, con il tempo e la calma che a diecimila metri non ci sono.

11.3 2021-2022: l'anno in cui niente ha protetto

Il 2021 è un anno facile: le azioni mondiali rendono in euro il 31,1%, le obbligazioni perdono il 2,85%. A fine anno la strada A vale 309.031 euro, finalmente sopra i 300.000 di partenza, due anni dopo; la strada B vale **376.029**, e poiché le azioni sono al 66,9% la revisione ne vende 26.050 per comprare obbligazioni. Col senno di poi, è il momento peggiore per comprare obbligazioni; ma il piano non ha il senno di poi, ha una banda, e la banda fa una cosa sola: tiene il rischio dove la famiglia lo aveva messo.

Il 2022 è l'anno in cui niente protegge. I tassi salgono, le azioni perdono il 12,8% e le obbligazioni il 17,2%, il peggior anno dell'indice da quando esiste. Sulla strada A il portafoglio scende a **264.221 euro**, 36.000 sotto il capitale di tre anni prima: «persino le obbligazioni perdono», e nell'ultima seduta dell'anno Andrea vende tutto e porta la somma su titoli di Stato brevi e un conto deposito. Non è solo: nel giugno

2023 la prima emissione del BTP Valore raccoglierà 18,2 miliardi di euro da 654.675 contratti. Per i tre anni seguenti la guida gli accredita un 3% l'anno di ipotesi. Sulla strada B il portafoglio vale 321.378 euro; le azioni sono al 61,2%, dentro le bande, e la revisione di dicembre dice: nessuna operazione. Giulia scrive nel diario: «2022, tutto ha perso; il piano dice niente; eseguito niente».

Dal 2023 i mercati risalgono: le azioni rendono il 19,6%, poi il 26,6%, poi il 6,8%; le obbligazioni il 7,2%, il 2,6%, l'1,3%. La strada B passa a 368.899, poi a 435.006 (le azioni sono al 68,5%: la revisione del 2024 ne vende 36.946), e chiude il 2025 a **454.844 euro**. La strada A passa a 272.147, 280.312 e **288.721**: il conto deposito fa il suo mestiere, il 3% l'anno, e niente altro.

11.4 Il conto, e la lezione

Il riepilogo, data per data, con il livello dell'indice azionario in euro:

DATA	INDICE	STRADA A	STRADA B
31 dicembre 2019	315,2	300.000	300.000
23 marzo 2020, il minimo	224,2	248.028	248.028
31 marzo 2020	254,6	265.377, vende le azioni	265.377, compra azioni per 13.849
31 dicembre 2020	335,1	270.177	320.024, vende azioni per 17.613
7 gennaio 2021	340,0	ricompra le azioni	nessuna operazione
31 dicembre 2021	439,2	309.031	376.029, vende azioni per 26.050
31 dicembre 2022	383,1	264.221, vende tutto	321.378, nessuna operazione
31 dicembre 2023	458,2	272.147	368.899
31 dicembre 2024	580,1	280.312	435.006, vende azioni per 36.946
31 dicembre 2025	619,3	288.721	454.844

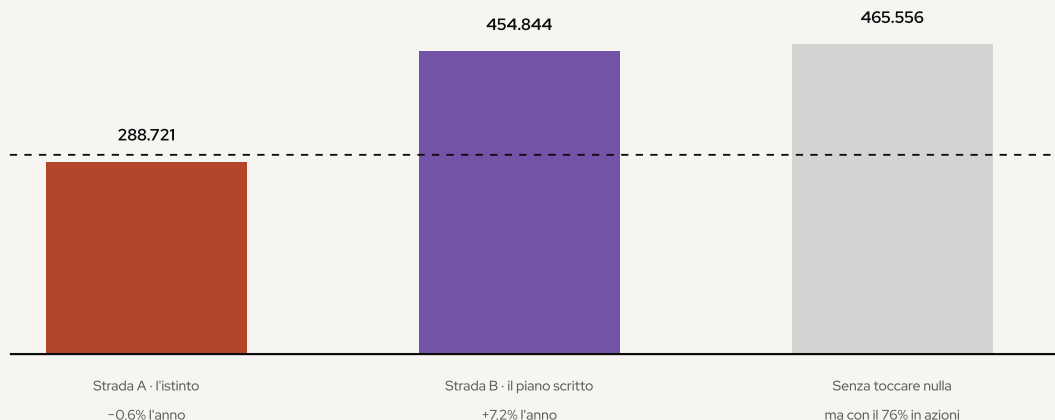
TABELLA 4 Sei anni, due strade

La strada B ha reso il 7,2% l'anno; la strada A ha perso lo 0,6% l'anno. **166.123 euro di differenza**, più della metà del capitale di partenza, con gli stessi due fondi e gli stessi mercati. Nessuno sulla strada B ha previsto niente: in sei anni ha fatto quattro operazioni, tutte in un giorno deciso dal calendario o da una soglia, e tutte contrarie a ciò che faceva la maggioranza. La strada A ha preso tre decisioni, tutte in un giorno di paura o di stanchezza, e tutte insieme alla maggioranza.

Dove ha perso la strada A? Prima nel giro del 2020: vendere a 254,6 e ricomprare a 340,0 ha lasciato per strada, per sempre, il 33,6% di 145.377 euro, circa 48.800; e in marzo non esisteva un giorno buono per vendere: chi avesse venduto al minimo del 23 avrebbe incassato 128.028, ancora meno dei 145.377 di fine mese, e in ogni caso avrebbe ricomprato più in alto. Ciò che costa non è il giorno, è l'uscita. Poi, e soprattutto, nell'uscita del 2022: tre anni fuori dal mercato, mentre le azioni rendevano il 62% e le obbligazioni l'11%, contro il 9% del deposito. La figura mette i tre risultati uno accanto all'altro, perché c'è un terzo numero da dire con onestà: chi non avesse toccato nulla, mai, avrebbe chiuso il 2025 con 465.556 euro, **più della strada B**, ma con le azioni salite al 76% del portafoglio, un rischio che la famiglia non aveva scelto. Il ribilanciamento ha rinunciato a circa 11.000 euro di rendimento per tenere il rischio dove il piano lo aveva messo, e soprattutto ha dato alla strada B, nel marzo 2020, qualcosa da fare che non fosse vendere.

La lezione non è «compra e tieni», che tutti conoscono e che la strada A conosceva benissimo. Le conoscenze erano identiche sulle due strade: entrambe sapevano che i mercati recuperano. La differenza sono state due pagine scritte in un giorno calmo, una regola che decideva al posto loro, e una persona che gliel'ha ricordata. Che è la domanda con cui si chiude il percorso della guida, nel capitolo 12: chi decide, nel giorno peggiore?

300.000 EURO, 60/40, DAL 31 DICEMBRE 2019 AL 31 DICEMBRE 2025: IL VALORE FINALE



La linea tratteggiata: i 300.000 di partenza. Indici MSCI World (euro, netto) e Bloomberg Euro Aggregate, senza costi né imposte; ipotesi nel testo.

FIGURA 11 Due strade, sei anni

Caso ricomposto a fini illustrativi; indici MSCI e Bloomberg, ipotesi nel testo

DA RICORDARE

- Stessi 300.000 euro, stessi due fondi (60% azioni mondiali, 40% obbligazioni euro), stessi sei anni: la strada senza piano chiude il 2025 con 288.721 euro, quella con il piano scritto con 454.844. La differenza, 166.123 euro, è più della metà del capitale di partenza.
- Marzo 2020: la strada A vende le azioni a fine mese e ricompra il 7 gennaio 2021, il 33,6% più in alto, quando i giornali dicono che la Borsa ha recuperato. La strada B esegue la regola del -20%: compra ciò che è sceso, senza pensare al minimo.
- 2022: azioni -12,8%, obbligazioni -17,2%. La strada A vende tutto e va sul conto deposito; la strada B, dentro le bande, non fa nulla e incassa la risalita del 2023-2025.
- Chi non avesse toccato nulla avrebbe avuto persino di più (465.556), ma con il 76% in azioni: il ribilanciamento non aggiunge rendimento, tiene il rischio dove il piano lo ha messo e dà qualcosa da fare nel giorno della paura.
- Le conoscenze erano identiche: la differenza sono due pagine, una regola e una persona che le ricorda. Nessun giorno di marzo era quello buono: ciò che costa non è il giorno, è l'uscita.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

12

L'argine
e il venditore.

Ulisse aveva i compagni con la cera nelle orecchie; una famiglia ha, se lo vuole, un consulente. Ma non tutti quelli che si chiamano così fanno lo stesso mestiere: c'è chi è pagato per tenervi fermi nel giorno della paura e chi è pagato per farvi muovere, e i bias di questa guida sono il capitale di lavoro del secondo. Questo capitolo è il perno della terza parte: che cosa compra chi paga un consulente, come si riconosce l'argine dal venditore, e la domanda che decide tutto, «chi decide nel giorno peggiore?».

12.1 Che cosa si compra, quando si compra un consulente

Il valore di un consulente non sta nel prevedere i mercati, che nessuno sa fare, né nello scegliere i fondi migliori, che la statistica scoraggia. Sta, secondo le misure più citate, altrove. Il gestore americano Vanguard, nella serie di studi *Advisor's Alpha*, stima che una consulenza fatta bene possa valere **fino a circa tre punti percentuali di rendimento netto** rispetto al fai-da-te medio (un valore che arriva «a intermittenza», non ogni anno), e attribuisce la fetta più grande, fra uno e due punti, a una sola voce: il **contenimento comportamentale**, cioè l'impedire al cliente di vendere nel 2008, nel marzo 2020, nel 2022, e di comprare nel 2000 e nel 2021. Le altre voci sono le solite: costi bassi, ribilanciamento, ordine fiscale, un piano di prelievo sensato.

È una stima di parte, perché Vanguard la rivolge ai consulenti, e va letta come tale; ma è coerente con il divario del capitolo 1, che misura quanto l'investitore medio lascia sul tavolo per conto proprio, ed è la ragione per cui questa guida ha un capitolo sul consulente e non uno sui fondi migliori. Il valore della consulenza è concentrato in poche notti all'anno, quelle in cui il cliente telefona per vendere e qualcuno gli ricorda la seconda pagina del piano. Il resto dell'anno il consulente sembra non fare niente, ed è il segno che sta facendo il suo lavoro.

Il rovescio è che quel valore esiste solo se il consulente è, davvero, un argine: se ha interesse a tenervi fermi e non a farvi muovere. Ed è qui che il mercato italiano della consulenza, come mostrano i dati Consob, ha un problema di trasparenza prima ancora che di qualità.

12.2 L'argine: che cosa la legge gli chiede

Dal 2018 la direttiva europea MiFID II, recepita nel Testo unico della finanza e nel Regolamento intermediari della Consob, disegna il perimetro del mestiere. Chi presta consulenza deve raccogliere le informazioni sulle vostre **conoscenze ed esperienze, sulla situazione finanziaria, compresa la capacità di sostenere perdite, e sugli obiettivi, compresa la tolleranza al rischio**, e raccomandare solo strumenti adeguati a tutte e tre; prima di ogni operazione deve consegnarvi una **dichiarazione di adeguatezza** scritta che spieghi perché quella raccomandazione corrisponde a voi. Il questionario che molti compilano distrattamente in banca è, in origine, lo strumento con cui la legge costringe qualcuno a scrivere il vostro piano al posto vostro. Compilarlo con cura, e chiedere di rileggerlo, è la prima difesa gratuita.

La seconda regola riguarda i **costi**: ogni anno dovete ricevere un rendiconto personalizzato con tutti i costi sostenuti, in euro e in percentuale, con i pagamenti ricevuti da terzi indicati a parte e con un'illustrazione dell'effetto cumulato sul rendimento. È il foglio che la guida sui costi invisibili insegna a leggere, e che pochi leggono: nel Rapporto Consob del 2022 solo il 35% degli investitori intervistati sapeva che la consulenza è un servizio a pagamento, e fra chi era assistito il 42% era convinto di non pagare nulla.

La terza regola distingue i due mestieri. La consulenza **su base indipendente** (art. 24-bis del Testo unico) impone di valutare una congrua gamma di strumenti disponibili sul mercato, sufficientemente diversificati per tipo ed emittente e vieta di accettare e trattenere compensi da terzi: il consulente è pagato solo dal cliente, a parcella. Chi la presta fuori da banche e reti è iscritto, se persona fisica, alla sezione dei **consulenti finanziari autonomi** dell'albo tenuto dall'OCF: a fine 2025 erano 851, più 103 società di consulenza, contro quasi 55.000 consulenti abilitati all'offerta fuori sede iscritti all'albo, di cui poco più di 38.000 con un mandato in essere, che operano per conto di un solo intermediario e sono remunerati da esso. L'albo è pubblico e si consulta per nome sul sito dell'OCF, con i provvedimenti disciplinari in essere: è il primo controllo, prima di qualunque colloquio.

IN PAROLE SEMPLICI

Il consulente indipendente è come il medico di famiglia che non vende farmaci: può sbagliare, e ha anche lui un interesse (tenersi il cliente e la parcella), ma non guadagna da ciò che vi prescrive. Il consulente pagato dai prodotti può essere ottimo, ma lavora con un conflitto in tasca, e nel giorno in cui il vostro interesse e il suo divergono, la legge gli chiede di dichiararlo e di non farsene condizionare, non di rinunciare all'incentivo.

12.3 Il venditore: i bias come capitale di lavoro

La maggior parte dei prodotti costosi si vende sfruttando le trappole della seconda parte, e riconoscerle è il modo più rapido di riconoscere un venditore. L'**ancoraggio** sui rendimenti passati: la tabella con i cinque anni migliori. La **cornice**: «capitale protetto», «cedola», «garantito», che il capitolo 6 ha

imparato a tradurre. L'**urgenza**: il collocamento che chiude venerdì, la finestra che non tornerà, il tasso «bloccato» per una settimana. La **complessità** come assicurazione: i prodotti strutturati e le polizze con quindici pagine di condizioni, in cui il costo è legale ma illeggibile. Lo **status quo** travestito da fedeltà: il fondo di vent'anni fa che «ha sempre fatto il suo dovere», mai confrontato con nulla.

Dietro le tecniche c'è un incentivo misurato. L'ESMA, l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ha stimato, nei rapporti sui costi dei fondi pubblicati fra il novembre 2025 e il marzo 2026, che quando i produttori pagano i distributori, gli **incentivi valgono in media il 45% dei costi correnti** di un fondo; che l'Italia ha, con il Portogallo, i costi più alti d'Europa per i fondi azionari; e che su 10.000 euro investiti per dieci anni un risparmiatore al dettaglio ha pagato circa 1.700 euro di costi correnti, quasi il doppio di un investitore istituzionale. Uno studio commissionato dalla Commissione europea (DG FISMA, 2022, corretto nel 2023) ha trovato che i prodotti che pagano incentivi costano il 24-26% in più di quelli che non li pagano. La regola vale doppio quando la persona che raccomanda è pagata da chi produce: non è disonestà, è fisica.

La frontiera del mestiere è digitale. Le piattaforme di trading hanno reso l'operatività un gioco, con coriandoli e classifiche, e nel gennaio 2025 un quaderno giuridico della Consob è stato dedicato alla «gamification» degli investimenti; i **finfluencer** hanno ricevuto un richiamo di attenzione della Consob nel giugno 2025 e, nel gennaio 2026, i suggerimenti dell'ESMA, che ricordano come dire alle persone in che cosa investire possa essere consulenza, e la consulenza richieda un'autorizzazione. Il caso più chiaro sono i **CFD**, i contratti a leva sulle oscillazioni di prezzo: una misura della Consob del 2019, che ha reso permanenti le regole europee del 2018, obbliga ogni fornitore a scrivere in evidenza, sul sito e in ogni comunicazione, la quota dei conti dei propri clienti al dettaglio che hanno perso denaro negli ultimi dodici mesi, ricalcolata ogni trimestre, e nel settembre 2026 tre dei principali operatori attivi in Italia dichiaravano il 72, il 77 e l'81%. È l'unico prodotto finanziario con la percentuale di sconfitti stampata sulla porta; la gente entra lo stesso, ed è l'ultima lezione della guida sul Sistema 1.

12.4 Il perno: chi decide nel giorno peggiore?

Tutto ciò che precede converge in una domanda, da farsi oggi, nel giorno calmo: **chi decide, nel giorno peggiore?** Se la risposta è «io, in quel momento», il capitolo 3 ha già raccontato come andrà a finire. Le risposte che funzionano sono tre, e si sommano. **Il piano** decide: le regole di scenario del capitolo 9, scritte e firmate, dicono che cosa si fa quando le azioni scendono del 20%, e in quel giorno non si decide, si esegue. **Gli automatismi** eseguono: il versamento parte, il ribilanciamento compra ciò che è sceso, l'app non c'è. **L'argine** tiene: una persona che ha letto il piano con voi, che non guadagna dalla vostra agitazione, e che nel giorno peggiore risponde al telefono con la seconda pagina in mano.

L'argine può essere un consulente, e in molti casi è la scelta giusta; può essere, per patrimoni più semplici, una persona di fiducia con cui si è condiviso il piano e a cui si è chiesto esplicitamente di dire di no; può essere, in mancanza d'altro, il diario e la regola della notte. Ciò che non può essere è nessuno:

nella ricerca la forza di volontà, da sola, è la difesa che funziona peggio, ed è la ragione per cui gli studi del capitolo 10 misurano gli automatismi e non i buoni propositi. Ulisse, che era il più astuto degli uomini, lo sapeva, e si fece legare.

Un'ultima parola sul rapporto fra cliente e argine. Il consulente non decide al posto vostro: **il proprietario del piano siete voi**, e il consulente lo custodisce. Un buon argine vi dirà di no quando volete vendere a marzo e quando volete comprare a novembre, e vi dirà di sì quando volete cambiare il piano nel giorno calmo, con le ragioni scritte. Se vi dice sempre di sì, non è un argine: è una porta. La tabella chiude con le domande che distinguono l'uno dall'altro. Le due colonne descrivono due modi di lavorare, non due categorie di persone: un consulente remunerato dai prodotti può comportarsi da argine, e un autonomo da venditore; la prima riga dice soltanto da che parte pende, in partenza, l'incentivo. Il glossario che segue raccoglie le parole per parlarne con proprietà:

DOMANDA	L'ARGINE	IL VENDITORE
Chi ti paga?	Solo il cliente, a parcella; iscritto alla sezione autonomi dell'albo OCF	L'intermediario o il produttore, con incentivi sui prodotti
Che cosa mi dai per iscritto?	Un piano con obiettivi, quote, bande e regole di scenario; il rendiconto dei costi in euro	Una proposta di prodotto, con la dichiarazione di adeguatezza vissuta come adempimento e non come spiegazione
Che cosa mi dici il giorno del crollo?	«Rileggiamo la seconda pagina del piano; ribilanciamo come scritto»	«È il momento di proteggersi» oppure «è il momento di cogliere l'occasione»
Quante operazioni proponi in un anno?	Poche, da calendario; il resto è «non fare nulla»	Molte, con una ragione nuova ogni volta
Come parli dei rendimenti passati?	Come storia di un altro; quello che conta è la quota di rischio	Come promessa, con la tabella dei cinque anni migliori
Che cosa succede se dico di no?	Niente: il piano resta, e se ne riparla alla revisione	Una scadenza, una finestra che si chiude, un tasso che scade venerdì

TABELLA 5 L'argine e il venditore, a confronto



Il proprietario del piano non dovrebbe essere l'unico a decidere nel giorno peggiore: il piano decide, gli automatismi eseguono, l'argine tiene.

FIGURA 12 Chi decide nel giorno peggiore

Schema di metodo

DA RICORDARE

- Il valore misurato della consulenza (Vanguard, Advisor's Alpha) arriva a circa tre punti di rendimento netto, a intermittenza, e la fetta più grande (uno-due punti) è il contenimento comportamentale: poche notti all'anno in cui qualcuno impedisce di vendere.
- La legge (MiFID II, TUF, Regolamento Consob) chiede al consulente di conoscere capacità di perdita e tolleranza al rischio, di consegnare una dichiarazione di adeguatezza prima di ogni operazione e un rendiconto annuale dei costi in euro. Compilare il questionario con cura è la prima difesa gratuita.
- Due mestieri: la consulenza su base indipendente (art. 24-bis TUF, pagata solo dal cliente, 851 autonomi e 103 società a fine 2025) e quella remunerata dai prodotti (quasi 55.000 abilitati). Fra gli investitori intervistati dalla Consob nel 2022, solo il 35% sapeva che la consulenza si paga.
- Il venditore lavora con i bias: ancoraggio ai rendimenti passati, cornici, urgenza, complessità, fedeltà. Gli incentivi valgono in media il 45% dei costi correnti dei fondi (ESMA 2025); i CFD dichiarano sulla porta il 72-81% di clienti in perdita.
- Il perno: chi decide nel giorno peggiore? Il piano decide, gli automatismi eseguono, l'argine tiene. Il proprietario del piano siete voi; un argine che dice sempre di sì è una porta.

Mercati, prodotti e regole cambiano di continuo; la testa no: prima di ogni scelta, il piano scritto e una notte di sonno.

13

Le parole
del comportamento.

Le parole del comportamento, e le tre della legge che servono per il capitolo 12, in ordine alfabetico e in italiano piano. Una volta imparate, si riconoscono nelle proprie frasi prima che diventino operazioni.

13.1 A-D

Ancoraggio. Partire da un numero (il prezzo di carico, il massimo storico, il rendimento passato, la prima cifra detta dal venditore) e correggere troppo poco. L'esperimento della ruota: 10 o 65 spostano la stima da 25 a 45.

Avversione alle perdite. Una perdita pesa circa 2,25 volte un guadagno uguale (teoria del prospetto; il coefficiente è di Tversky e Kahneman, 1992). È la radice della vendita nel giorno della paura, dell'effetto dotazione e dell'inerzia.

Avversione miope alle perdite. Guardare il portafoglio troppo spesso fa vedere più perdite, sopportare meno rischio e guadagnare meno (Benartzi e Thaler, 1995).

Bias. Un errore sistematico del giudizio, prevedibile nella direzione: non un caso, ma una tendenza. Si corregge con regole esterne, non con la volontà.

Consulenza su base indipendente. Il servizio in cui il consulente valuta una congrua gamma di strumenti disponibili sul mercato e non può accettare né trattenere compensi da terzi: lo paga solo il cliente (art. 24-bis del Testo unico della finanza).

Contabilità mentale. Dividere il denaro in conti con regole diverse (il bonus, l'eredità, i soldi dei figli, le cedole). Utile per dare un compito alle somme, dannosa quando produce decisioni assurde sul patrimonio intero (Thaler).

Costo affondato. Continuare perché si è già speso: i 60 persi su 100 sono già persi; conta solo che cosa fare dei 40 (Arkes e Blumer, 1985).

Diario delle decisioni. Tre righe per ogni scelta non di routine: data, ragione, aspettativa. L'unico antidoto al senno di poi.

Dichiarazione di adeguatezza. Il documento che il consulente consegna prima di ogni operazione raccomandata e che spiega perché quella raccomandazione corrisponde a conoscenze, esperienze, situazione finanziaria e obiettivi del cliente.

Divario dell'investitore (o di comportamento). La differenza fra il rendimento di un fondo e quello ottenuto da chi lo possiede, prodotta da ingressi e uscite nei momenti sbagliati: circa un punto l'anno nelle misure di Morningstar.

13.2 E-P

Eccesso di fiducia (overconfidence). Sopravvalutare le proprie capacità e la precisione delle proprie stime. Fa operare troppo: i più attivi rendono sette punti l'anno meno dei meno attivi (Barber e Odean, 2000).

Effetto cornice. La stessa scelta, descritta in due modi, produce decisioni opposte («capitale protetto», «cedola del 5%», «garantito»). Si disinnescia traducendo in euro e in probabilità.

Effetto disposizione. Vendere i vincenti e tenere i perdenti (Shefrin e Statman, 1985; Odean, 1998: si realizza il 14,8% dei guadagni disponibili contro il 9,8% delle perdite).

Effetto dotazione. Ciò che è nostro vale di più: le tazze del 1990 (Kahneman, Knetsch e Thaler). Nei portafogli si chiama affezione.

Euristiche. Le scorciatoie del Sistema 1: rappresentatività, disponibilità, ancoraggio (Tversky e Kahneman, 1974). Ottime nella vita, pericolose sui mercati.

Gregge. Comprare ciò che tutti comprano e vendere ciò che tutti vendono: i flussi record dei fondi ai massimi e i riscatti record ai minimi.

Home bias. Concentrare il portafoglio sul proprio Paese, scambiando la familiarità per competenza. L'Italia è meno del 2% del mercato mondiale.

Incentivi (retrocessioni). I pagamenti che il produttore di un prodotto gira a chi lo distribuisce. Sono ammessi solo se accrescono la qualità del servizio e non pregiudicano il dovere di agire nel migliore interesse del cliente, e vanno comunicati; in Europa valgono in media il 45% dei costi correnti dei fondi che li prevedono.

13.3 R-S

Recenza. Pesare gli ultimi tre anni molto più dei trenta precedenti e proiettare la tendenza recente nel futuro come se fosse una legge. È il motore del gregge: si compra il grafico passato, l'unica cosa che di un investimento non si compra.

Regola della notte. Nessuna operazione non prevista dal piano si esegue lo stesso giorno in cui è venuta in mente. Si scrive, si dorme, si rilegge.

Ribilanciamento a bande. Riportare le quote del piano quando escono da una soglia (per esempio cinque punti): si vende ciò che è caro e si compra ciò che è a sconto per regola, non per previsione.

Market timing. Entrare e uscire per anticipare i movimenti del mercato: «aspetto che scenda», «aspetto che si calmi». Costa i giorni migliori, che arrivano vicino ai peggiori.

Piano di accumulo. Un versamento fisso automatico: non la strategia più redditizia in media, ma la miglior difesa comportamentale.

Piano scritto. Le sei domande (perché, quanto tempo, quanto rischio, come, quando, che cosa farò se) decise nel giorno calmo e firmate. Nel giorno della paura non si decide: si esegue.

Pre-impegno. Limitare oggi la libertà di domani perché domani si sarà meno lucidi: le corde di Ulisse (Elster, 1979).

Pre-mortem. Immaginare che la decisione sia già fallita e raccontare come (Klein, Kahneman). Aggirare l'eccesso di fiducia.

Rimpianto. Fa più male l'azione dell'omissione, quindi si tiene ciò che andrebbe venduto. Si cura separando la decisione dal risultato.

Senno di poi. Credere, dopo, di aver saputo prima («era ovvio»). Riscrive la memoria e alimenta l'eccesso di fiducia.

Sistema 1 e Sistema 2. Il pensiero veloce, automatico ed emotivo, e quello lento, faticoso e deliberato (Kahneman, 2011). Le decisioni finanziarie costose sono del primo, firmate dal secondo.

Status quo. Fra cambiare e non cambiare, la mente sceglie non cambiare, perché il cambiamento contiene una perdita possibile (Samuelson e Zeckhauser, 1988). L'inerzia dei 1.163 miliardi sul conto.

Le regole **del giorno calmo.**

Questa guida finisce qui; le decisioni, no. Il fattore umano non si elimina: si governa, e si governa in un solo modo, decidendo prima. Le regole decise nel giorno calmo, scritte e firmate, sono la differenza fra un patrimonio che attraversa le crisi e uno che le realizza; e una famiglia che le ha, con qualcuno che gliele ricorda, ha già fatto la parte più difficile del mestiere di investire.

Se leggendo ti sei riconosciuto in una trappola (il titolo che «tornerà», il conto che non si tocca, la notizia che ha fatto vendere, l'app aperta dieci volte al giorno) è il segnale che la parte più utile del lavoro comincia adesso: scrivere il piano, e scegliere chi lo custodirà con te.

Un colloquio riservato, senza impegno, è il modo più semplice per capirlo insieme. I contatti sono nell'ultima pagina.

Massimiliano Silla

Da leggere, prima di decidere.

Questa guida ha uno scopo esclusivamente educativo e informativo. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, raccomandazione personalizzata né offerta al pubblico di prodotti finanziari; non è consulenza legale o fiscale. Le regole proposte (piano scritto, bande di ribilanciamento, automatismi, liste di controllo) sono criteri generali di pianificazione: ogni decisione va presa sulla propria situazione concreta, se serve con l'assistenza di un professionista indipendente.

I dati e i riferimenti citati sono aggiornati a settembre 2026, salvo diversa indicazione: gli studi accademici sono citati con autori, sede e anno di pubblicazione e i numeri riportati sono quelli degli originali; le misure del divario provengono da Morningstar, da DALBAR e dagli studi accademici citati nel capitolo 1; i dati italiani da Consob, Banca d'Italia, OCF e Assogestioni, i confronti europei dall'ESMA; i rendimenti degli indici dalle fonti indicate nei capitoli. Le percentuali di clienti in perdita dei fornitori di CFD sono quelle esposte sui loro siti il 9 settembre 2026 e cambiano ogni trimestre. Le informazioni provengono da fonti pubbliche ritenute affidabili, che tuttavia non vengono garantite.

Gli esempi numerici sono ipotetici e servono solo a illustrare i meccanismi descritti; i personaggi del capitolo 11 non corrispondono a persone reali, e il loro caso usa i rendimenti storici degli indici citati con le ipotesi dichiarate nel testo. Nessuno strumento, operatore o prodotto citato costituisce un suggerimento di acquisto o di vendita; i nomi di società, piattaforme e prodotti compaiono solo come esempi documentati dei comportamenti descritti.

Le fotografie delle pagine di parte provengono da Wikimedia Commons (licenza CC0 o pubblico dominio: «Il pensatore» di Rodin e «La ragnatela con la rugiada» di Wilson Bentley, intorno al 1910, entrambi al Metropolitan Museum, e il «Vaso delle Sirene» del British Museum).

© 2026 Massimiliano Silla. Tutti i diritti riservati. Testi, grafici e impaginazione di questa guida sono opera dell'autore. Ne è benvenuta la condivisione, purché nella versione integrale e invariata, con l'attribuzione a Massimiliano Silla (massimilianosilla.com). Non sono consentiti la modifica, l'estrazione di parti, la rimozione dei riferimenti all'autore né il riuso commerciale senza autorizzazione scritta: info@massimilianosilla.com.

CONTATTI

Parliamo del tuo patrimonio.

Roma

Viale dell'Arte 25
00144 Italia

T +39 06 9670 1880

Milano

Via San Raffaele 1
20121 Italia

T +39 02 3035 6801

Torino

Corso Valdocco 2
10128 Italia

T +39 011 089 1164

Ginevra

Place de la Fusterie 12
1204 Svizzera

Sede di rappresentanza
Su appuntamento

EMAIL

info@massimilianosilla.com

SITO

massimilianosilla.com

LINKEDIN

[in/massimiliano-silla](https://www.linkedin.com/company/in/massimiliano-silla)

Un primo colloquio riservato, senza impegno,
per capire da dove partire.

