



ICAIDE

LA IRRACIONALIDAD DEL INVERSOR: SESGOS EN SU COMPORTAMIENTO

Autor: Lucía Pereira Alonso
Director: Ignacio Cervera Conte

Madrid
Marzo 2015

Lucía
Pereira
Alonso

LA IRRACIONALIDAD DEL INVERSOR: SESGOS EN SU COMPORTAMIENTO



Tabla de contenido

Resumen	2
Summary	3
1. Introducción	4
1.1. <i>Behavioral finance</i> , principales autores y crítica	5
1.2. Teorías que apoyan la racionalidad de los agentes.....	7
1.3. Racionalidad del inversor en la toma de decisiones	8
2. Motivos de la irracionalidad de los agentes	11
2.1. Racionalidad vs. Emociones	11
2.2. Efectos de la inclusión de imprevisibilidad en la toma de decisiones	13
2.3. Diferencias generacionales y de género.....	15
2.4. Diferencias psicológicas	17
3. Sesgos en el comportamiento de los inversores	19
3.1. Sesgos emocionales	20
3.1.1. La aversión a la pérdida.....	21
3.1.2. El exceso de confianza.....	23
3.2. Sesgos cognitivos.....	25
3.2.1. Anclaje.....	26
3.2.2. Herding.....	28
4. Soluciones y oposición a los sesgos	31
4.1. ¿Es posible luchar contra ellos?	31
4.2. Educación a los inversores	33
4.3. ¿Cómo se plantea el futuro?	35
Anexos	37
Anexo 1	37
Anexo 2	42
Anexo 3	47
Bibliografía	48

Resumen

Behavioral finance ofrece perspectivas que explican la forma en la que los agentes se comportan, algo que en muchas ocasiones las teorías económicas tradicionales no pueden aclarar. Existen irregularidades que provocan que el comportamiento de los inversores sea irracional y que hacen que estos se dejen llevar por sus emociones en lugar de aferrarse a los postulados del *homo economicus*, que implica que el objetivo del hombre es maximizar su riqueza. Estas anomalías son lo que se conoce como sesgos del inversor, y resultan en comportamientos ilógicos y equivocados que dependen de factores principalmente psicológicos. Algunos ejemplos de estas irregularidades son la aversión a la pérdida, el exceso de confianza, el comportamiento en masa y el anclaje. Además, estos sesgos añaden riesgo a las transacciones puesto que hacen que los comportamientos de los inversores sean más difíciles de prever. Sin embargo, aunque los modelos convencionales no sean perfectos, son una buena estimación de cómo funciona el mercado, y de forma adicional y gracias a las finanzas conductuales, existen formas de prepararse contra los sesgos que todo inversor debería aprender y desarrollar.

Summary

Behavioral finance provides some perspectives that explain the way in which agents behave, something that in many occasions traditional economic theories fail to clarify. There are irregularities which provoke irrationality in investors' behavior and which make them be carried along by their emotions, instead of clinging to the *homo economicus* postulates, which imply that people's goal is to maximize their wealth. These anomalies are known as investors' biases, and they result in illogical and erroneous behaviors that depend on psychological factors mainly. Some examples of these irregularities are the prospects theory, overconfidence, herding and anchoring. Moreover, these biases add risk to transactions due to the fact that behaviors are more difficult to foresee. Nevertheless, even though conventional models may not be perfect, they are a good estimate of how markets work, and additionally and thanks to behavioral finance, there are way to prepare against the biases that every investor should learn and develop.

1. Introducción

Hasta mitad del siglo XX, no se había estudiado la posibilidad de que los agentes permitiesen que sus emociones u otros factores externos interviniesen en la toma de decisiones económicas; el hombre siempre había sido visto como un optimizador de la riqueza al gestionar su patrimonio (*homo economicus*), y nunca permitiría que sus sentimientos influyesen en sus decisiones ni mucho menos determinasen su buen juicio a la hora de usar su dinero de una forma u otra. Es decir, los inversores son agentes conducidos por la idea de eficiencia y productividad, y su deseo es maximizar ambas para obtener el mayor beneficio posible y aumentar su bienestar.

Sin embargo, a partir de los años 50, se comenzó a investigar la influencia de elementos que violaban el comportamiento lógico y racional de los inversores y que provocaban que los juicios de los mismos fuesen irracionales y a menudo impredecibles, aunque más tarde estudiaremos cómo de esta imprevisibilidad se pueden extraer comportamientos metódicos aplicables a la gran mayoría de los casos. Más específicamente, gracias al campo de *behavioral finance* se empezaron a estudiar algunas desviaciones respecto de los mercados eficientes que producían sesgos sistemáticos en la forma de pensar de los agentes y que hacían que no se cumpliesen los postulados del *homo economicus*.

Adrian Mitroi y Alexandru Oproiu declaran que “entender los fundamentos psicológicos del comportamiento humano en los mercados financieros facilita la formulación de políticas de inversión” (2014, 164). La utilidad de esto radica en que las personas no dejan de ser personas por realizar inversiones, sino que muchas veces harán las mismas desde los criterios que su psicología les dicta, y la psicología de las personas no va siempre encauzada por los caminos más racionales. Una combinación adecuada de métodos empleados en psicología con técnicas financieras tradicionales puede ser una opción muy acertada para entender cómo funciona exactamente el cerebro de los inversores, no únicamente desde el punto de vista lógico y racional, pues está claro que este no es el único presente en la toma de decisiones, sino también desde una perspectiva más humana, irracional e impredecible.

El objetivo de este trabajo es llegar a entender las irregularidades que rigen el comportamiento de los inversores a la hora de tomar decisiones económicas. Se comenzará presentando las posibilidades que el campo de *behavioral finance* ofrece, así como sus principales autores y críticos. A continuación, se verán las teorías tradicionales que apoyan la racionalidad de los agentes y se profundizará en la racionalidad de los mismos. Después, se repasarán los motivos por los que los inversores pueden ser irracionales, comparando racionalidad con emociones y se verá qué ocurre cuando se incluyen factores imprevisibles, como lo son las emociones, en la toma de decisiones. Posteriormente se hará un repaso de las diferencias que pueden ocurrir en la racionalidad de los inversores según su edad, género y perfil psicológico. A continuación, se estudiarán diferentes anomalías que afectan emocionalmente al inversor y otras relacionadas con errores cognitivos, y se analizará la razón de su existencia. Finalmente, se valorará la posibilidad de oponerse a ellos desde un punto de vista económica y financieramente racional y se analizará cómo se plantea el futuro en estas cuestiones.

La metodología empleada para este trabajo será principalmente cualitativa y la investigación será una revisión de literatura que servirá de apoyo para formular el estado de la cuestión. Se consultarán fuentes bibliográficas para recopilar información relacionada con las variables que se desea investigar y posteriormente se ampliará el marco teórico contrastando dicha información con los trabajos y estudios de otros autores, y con opiniones propias que apoyen o desmientan la misma. De forma adicional, se incluirán los puntos de vista de personas expertas en estos temas, lo que aportará una perspectiva más completa y dinámica al trabajo.

1.1. *Behavioral finance*, principales autores y crítica

Behavioral finance busca combinar hipótesis psicológicas y de comportamiento humano con teorías económicas tradicionales para explicar por qué las personas a menudo toman decisiones financieras irracionales, resultado de anomalías recurrentes en la teoría económica convencional. *Behavioral finance* no desmiente las teorías tradicionales comúnmente aceptadas, si no que las perfecciona, complementándolas en

aspectos desconocidos o no tenidos en cuenta. A lo largo de los últimos años, tanto la parte académica como la práctica del mundo de las finanzas han visto el desarrollo de las finanzas conductuales y la importancia creciente que han ido adquiriendo. La combinación de trabajos teóricos y empíricos ha permitido ver la relevancia de la relación de teorías psicológicas básicas con fenómenos financieros.

Los tres grandes colaboradores iniciales a este campo, aunque a lo largo de los años multitud más se han ido sumando, han sido Daniel Kahneman, Amos Tversky y Richard Thaler. Por un lado, Kahneman y Tversky comenzaron sus investigaciones sobre el comportamiento humano enfocado al mundo financiero en los años 60, y son considerados los padres de *behavioral finance*. Han publicado más de 200 estudios sobre este tema y en el año 2002 Kahneman ganó el Premio Nobel de Economía por todas sus aportaciones al estudio de la racionalidad en la economía, concretamente sobre los temas de la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre. Las mayores aportaciones de ambos investigadores se centran en temas relacionados con “prospect theory” (aversión a la pérdida), sesgo emocional que será explicado más adelante en el trabajo.

Por otro lado, Richard Thaler, actual profesor en la escuela de negocios de la universidad de Chicago y director del Centro de Investigación de Decisiones, continuó sobre la base que habían establecido Kahneman y Tversky, especialmente en el campo de “prospect theory”. Tras leer las investigaciones de los dos primeros, se dio cuenta de que las hipótesis psicológicas podían ofrecer explicaciones a los comportamientos de los inversores que otras teorías económicas no podían aportar. Comenzaron a trabajar los tres juntos y presentaron algunos sesgos de los inversores como el “endowment effect”, mezclando finanzas y psicología. Este sesgo será también explicado en apartados posteriores. Además, ha investigado en profundidad cómo se pueden utilizar las finanzas conductuales para abordar varios de los dilemas sociales que más preocupan actualmente.

Sin embargo, a pesar del apoyo que *behavioral finance* ha ido adquiriendo a lo largo de los últimos años, también ha recibido fuertes críticas, especialmente por parte de los

partidarios de la Teoría de los Mercados Eficientes (EMH, por sus siglas en inglés: “Efficient Markets Hypothesis”) y de su fundador, Eugene Fama, otro ganador del Premio Nobel de Economía, 11 años después que Kahneman. Estos defienden que el precio de mercado de los activos refleja toda la información relevante (Fama, 1991), mientras que los simpatizantes de las finanzas conductuales razonan que no se tiene en cuenta la irracionalidad de los agentes puesto que es un factor que no puede estar incluido en un barómetro como es el precio de un activo. Aún así, en *Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance*, el profesor Fama reconoce que en su teoría parece haber anomalías difíciles de explicar desde un punto de vista racional, pero declara que dichas incoherencias ocurren a muy corto plazo, por lo que pueden ser prácticamente obviadas. Añade que el campo de *behavioral finance* parece ser una contradicción en su totalidad y un conjunto de anomalías que puede ser explicado con la EMH (Fama, 1998).

1.2. Teorías que apoyan la racionalidad de los agentes

Cuando se habla de finanzas modernas o de finanzas convencionales, nos estaremos refiriendo a los modelos tradicionales basados en teorías lógicas y racionales que asumen que generalmente los agentes se comportan de forma racional y predecible. Los principales modelos son CAPM y EMH. En primer lugar, el Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo basado en la idea de que la tasa de retorno esperada de cualquier activo es igual a la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo adecuada a la inseguridad que suponga el activo en cuestión. El CAPM describe la relación entre el riesgo y el interés esperado y se usa para determinar y estudiar el precio (cuál es y por qué es así) de los títulos. La idea general que presenta este modelo es que los inversores han de ser compensados tanto por el valor del dinero en el tiempo como por el riesgo que asumen en relación con la tasa libre de riesgo.

En segundo lugar, la Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH, Efficient Market Hypothesis) anteriormente mencionada, sugiere que “no hay forma de ganarle al mercado, pues el mercado es perfecto, por lo que los costos y beneficios asociados a un valor están todos incorporados (descontados) en su precio, y solo la información

imprevista puede ocasionar cambios en los precios y beneficios inesperados” (Martínez, 2003, 2). Es decir, los precios de los activos son iguales o prácticamente iguales a su valor intrínseco. De hecho, según esta teoría, los precios pasados de los activos no pueden predecir sus valores futuros (eficiencia débil), toda la información disponible se incorpora inmediatamente al precio de los activos (eficiencia semi-fuerte), y ni siquiera aquellos que se encuentran dentro de una compañía o los que poseen información privilegiada pueden hacer nada para obtener retornos anormalmente altos (eficiencia fuerte). En resumen, los mercados son totalmente eficientes y no hay forma de superarlos consistentemente por mucho tiempo ni de obtener ganancias extraordinarias.

Durante un tiempo, la evidencia empírica y teórica probó que estos modelos explicaban la conducta de los mercados. Sin embargo, al cabo del tiempo, los expertos se dieron cuenta de que las teorías tradicionales solo eran lícitas para entornos controlados e idealizados, pero que el mundo real no era así y por tanto había una gran cantidad de situaciones que quedaban sin explicar por estas teorías. En realidad, los mercados eran un lugar desordenado en el que confluían muchos más factores de los que la teoría tenía en cuenta, por lo que los modelos convencionales solo eran válidos para un reducido número de las ocasiones o para los experimentos de laboratorio. Existían comportamientos y anomalías que las teorías disponibles hasta la fecha no podían explicar, y era necesario encontrar el porqué de estas conductas.

1.3. Racionalidad del inversor en la toma de decisiones

De acuerdo con la teoría económica convencional, el hombre se comporta como un optimizador de la riqueza y de su propio bienestar. Es lo que se conoce como *homo economicus*. Precisamente por este motivo, no permitiría que sus sentimientos u otros elementos externos afectasen a sus decisiones, pues todos los factores que no fuesen puramente racionales no harían otra cosa que condicionar negativamente dicho proceso de maximización de la riqueza personal. Cuando los agentes no permiten que cuestiones personales o emocionales interfieran en su toma de decisiones, sus juicios son más certeros desde un punto de vista económico que cuando lo permiten.

Pero la realidad es que esto pocas veces ocurre así, pues los seres humanos generalmente no pueden impedir que sus emociones influyan en alguna medida en sus decisiones porque no es su naturaleza. Las personas, al ser seres con emociones y sentimientos, no pueden evitar en muchas ocasiones dejarse influenciar por ellos, ya sea para bien o para mal. No son ajenas a lo que las rodea, por lo que existe multitud de factores tanto externos como internos que determinan que se comporten de una forma o de otra. Ejemplos de causas externas que influyen en las decisiones de inversión de las personas pueden ser las condiciones de la coyuntura económica internacional o los estudios teóricamente objetivos de los analistas financieros que determinan el valor de los activos.

Por otro lado, elementos internos que condicionan el comportamiento de alguien podrían ser factores tan simples como una preferencia personal o creencias religiosas. Este es el caso de lo que se conoce como “inversión ética”, o de todos los fondos dirigidos a los profesantes de distintas religiones, como los fondos cristianos, islámicos o judíos. Existen también otras opciones como las inversiones socialmente responsables basados en criterios sociales, medioambientales y también religiosos. El objetivo de todas estas iniciativas, a menudo desconocidas para muchos inversores que es posible que desearan participar en ellas, es proporcionarles una elección que los satisfaga no únicamente desde el punto de vista económico, sino también en todos los ámbitos que ellos elijan y les haga sentirse más cómodos con su elección de inversión (Wesley, 2009).

Otro ejemplo de quizás una falta de racionalidad en una manera muy común y obvia de gastar el dinero es la lotería. La gente compra tickets y dice que es para ganar “algo”, pero la realidad es que todos tenemos dentro la esperanza de que no nos toque solo “algo”, sino el Gordo. Pero si nos parásemos a pensar y reflexionásemos sobre que la probabilidad de que toque el Gordo es 0,00001 (una entre 100.000), quizás menos personas decidiesen gastar 61,5 euros en algo con tan reducidas posibilidades de que ocurra, que es lo que gasta cada español de media en Lotería de Navidad (Antena 3, 2014). Es más, las personas generalmente valoran más los tickets si han escogido ellos mismos los números, algo totalmente absurdo puesto que el hecho de elegir los tickets

ni amplía ni disminuye la probabilidad de que ese sea el número ganador. En resumen, si todo el mundo actuase racionalmente, nadie compraría lotería porque supone una forma totalmente irracional y no rentable de gastar el dinero. Y a pesar de las estadísticas y probabilidades de perder dinero, las personas siguen decidiendo gastar lo que gastan en lotería. Esto se debe a que el cerebro construye una respuesta simple para cuestiones simples: “Es posible ganar mucho dinero; por tanto, compro tickets de lotería”, por mucho que sea prácticamente imposible que el “es posible” se haga realidad.

Esto es lo que se conoce como “heurística”, una forma de enfrentarse a las situaciones, tanto a las simples como a las complicadas, con un enfoque práctico. No está garantizado que sea el mejor, pero es suficiente para fines inmediatos. Kahneman (2011) lo ilustra en términos del “Cerebro 1” y el “Cerebro 2”. El primero es como una lagartija: ofrece una respuesta rápida e intuitiva a la problemática a la que nos enfrentamos; el segundo es la parte analítica y de esfuerzo, más lógico y con conclusiones deliberadas. Si los seres humanos fuésemos total y únicamente racionales, solo utilizaríamos el “Cerebro 2”, pero necesitamos también el “Cerebro 1” para crear respuestas ante estímulos inmediatos: si nos persigue un león, corremos lo más rápidamente posible, no nos ponemos a calcular su velocidad en relación a la nuestra y la probabilidad de dejarlo atrás porque entonces ni reaccionaríamos con la rapidez necesaria, ni nos molestaríamos en intentar la huida al darnos cuenta de que es inútil. Es decir, el “Cerebro 1” nos ayuda a sobrevivir.

Sin embargo, este tipo de simplificaciones llevan a menudo a cometer errores cognitivos. Cuando la heurística y sus simples reglas para resolver problemas complejos llevan la voz cantante en las operaciones financieras, se pueden cometer errores mentales de manera sistemática, que son la manifestaciones inmediatas de los sesgos de los inversores. Es decir, las soluciones sencillas son muchas veces válidas y muy útiles para seguir adelante, pero en cuestiones financieras siempre deben ser acompañadas de un análisis profundo y detallado de las posibles opciones y resultados, teniendo contantemente en cuenta que la heurística es un juego rápido e impulsivo de la mente.

2. Motivos de la irracionalidad de los agentes

2.1. Racionalidad vs. Emociones

Las finanzas conductuales no se oponen ni eliminan los métodos estándar sino que los complementan, haciéndolos más correctos y completos. Adrian Mitroi y Alexandru Oproiu (2014) razonan que debido a todo lo que está en juego en los mercados desde un punto de vista financiero y social, no debería sorprendernos que las emociones jueguen un papel fundamental, ya que no son entes distantes y ajenos a nosotros mismos lo que arriesgamos cuando invertimos. Sin embargo, el hecho de que *behavioral finance* perfeccione a las finanzas tradicionales no implica que las emociones hagan lo mismo con las decisiones económicas. Por esto es necesario evaluar el impacto de estas emociones asociadas con los juicios económicos, tanto antes como después de una decisión financiera. Mitroi y Oproiu dicen: “las emociones son esenciales para cualquier decisión y curso de acción”, pero lo que en realidad es fundamental tener en cuenta es la influencia que las emociones pueden llegar a tener (2014, 154).

Estos autores explican que los inversores asimilan información sobre los mercados a dos niveles cognitivos: por un lado, el nivel intelectual analiza los factores reales; por otro lado, el nivel lógico y racional de entendimiento identifica cómo otros agentes perciben los factores reales. Defienden que para que esta información sea procesada de la forma idónea y tenga valor desde el punto de vista inversor, tanto el intelecto humano (conocimientos técnicos) como sus emociones y sentimientos tienen que estar correlacionados. Es decir, respaldan la idea de que la racionalidad y las emociones en principio dirigirían a los inversores en la misma dirección.

Sin embargo, la realidad es que esto no es del todo cierto, pues en la mayoría de las ocasiones en las que los inversores permiten que las emociones intervengan en sus decisiones económicas, dichas emociones suelen tirar en la dirección contraria de lo que racionalmente su cabeza les dicta. Los propios Mitroi y Oproiu aceptan que en el escenario tan volátil que los mercados son hoy en día, factores como las hormonas del estrés, la adrenalina y la cortisona “a pesar de ser un mecanismo de defensa altamente

eficiente desde una perspectiva evolucionaria” pueden condicionar de forma muy evidente y contundente la mente fría que se necesita para enfrentarse a los mercados y tomar las decisiones acertadas (2014, 157). Por ejemplo, se puede dar el caso de que un inversor desee obtener la máxima rentabilidad posible y su asesor financiero le aconseja invertir en un fondo que contiene, entre otras, acciones de Logista, filial cotizada de Altadis, multinacional del sector del tabaco. Sin embargo, ese inversor es totalmente contrario a las empresas tabaqueras y se niega en rotundo a invertir en una de ellas. Es posible que llegue a rechazar el fondo que se le ofrece, con su consecuente altísima rentabilidad potencial, debido a sus sentimientos personales en contra de esta empresa.

Otro caso que se puede dar cuando los inversores sienten preferencia por acciones de firmas locales y deciden invertir una parte desproporcionada de sus portafolios en títulos que estén cercanos geográficamente. Esta preferencia se puede explicar por factores como la familiaridad que sienten por esas opciones o la información privilegiada que creen que pueden tener. Aún así, estos elementos no implican rentabilidades mayores ni un control mayor sobre la evolución de los eventos que afecten a esos títulos ya que la familiaridad no supone necesariamente un mayor conocimiento sobre las perspectivas financieras de la empresa en cuestión, ni la sensación de control significa que realmente ese control exista (Korniotis y Kumar, 2013).

Por lo tanto, por mucho que no se pueda evitar la inclusión de emociones en las decisiones financieras, es esencial recordar que estas no van siempre a jugar en nuestro favor, sino más bien lo contrario. Aunque es cierto que habrá veces en las que las emociones serán necesarias y aporten lo que a la racionalidad le falta, en la gran parte de los casos esto no pasará. Provocarán que los agentes actúen en contra de sus mejores intereses en diversas ocasiones y ocurrirá que las propias emociones les hagan creer que actúan de una forma totalmente racional, aunque si mirasen su actuación de forma objetiva y con algo de perspectiva, se darían cuenta de que posiblemente su decisión no habría sido la misma de no haber permitido que sus sentimientos influyesen en ella.

2.2. Efectos de la inclusión de imprevisibilidad en la toma de decisiones

Todos los comportamientos ilógicos mencionados anteriormente tienen un punto en común: hacen que las conductas de los inversores y de las personas en general sean más difíciles de prever. Esto tiene una serie de consecuencias que de cara al mercado no hacen sino obstaculizar las transacciones pues supone un riesgo adicional, y a mayor riesgo, mayor coste ya que nadie estaría dispuesto a invertir en algo más arriesgado si no obtiene algo a cambio: más rentabilidad, más beneficios, mejor precio, etc.

Mitroi y Stancu reflexionan, desde un punto de vista de decisiones de negocios, sobre cómo en gran parte de la historia el mundo era agrícola y el gran riesgo era el tiempo meteorológico, y no se puede hacer nada para controlar el tiempo. Sin embargo, cuando llegó el capitalismo y los mercados comenzaron a funcionar, el riesgo más preocupante dejó de ser la meteorología y pasó a ser “¿qué hará la otra persona?”. Mitroi y Stancu explican que “los sesgos son falsos juicios a los que les falta objetividad. Y los sesgos crecen o se potencian cuando hay dinero real implicado”, por lo que hay que tener especial cuidado al enfrentarse a ellos (2013, 4). Añaden también: “Sobre eso va el mercado bursátil. La otra persona no solo trae riesgo al sistema sino que también cambia la forma en que los mercados funcionan. Entender los sesgos de la otra persona, por tanto, se convierte en la clave al reino del éxito” (2013, 4). La razón por la que comprender los sesgos de otros agentes es la clave del éxito es que será posible prepararse y adelantarse a ellos en ciertos casos, lo que reducirá el riesgo en las transacciones.

Más específicamente, ¿cómo afecta la imprevisibilidad a las negociaciones y a las operaciones en general? Por un lado, la imprevisibilidad de los agentes añade dificultad en el trato entre ellos. Es una cuestión de confianza, pues si todos supiéramos cómo todo el mundo se va a comportar siempre, sería realmente sencillo fiarse de los demás. Pero el hecho de no saber qué harán o cómo reaccionarán ante determinadas situaciones introduce dudas que suponen una menor confianza y por tanto una mayor reticencia a la hora de cerrar acuerdos. Por otro lado, esto provoca un mayor riesgo a la hora de negociar e invertir ya que la falta de previsibilidad implica que los inversores

estén menos dispuestos a poner en juego su dinero por algo sobre lo que no pueden crear unas expectativas claras. Todo esto implica un nivel de confianza aún menor entre los agentes ya que si estos son imprevisibles, a los que realizan negocios con ellos les costará más trabajo poder fiarse de ellos pues no tienen forma de saber cómo reaccionarán en ocasiones que creían tener controladas, ni mucho menos en aquellas en las que existen factores desconocidos.

Sin embargo, según el célebre autor Dan Ariely, existe la forma de prepararse para afrontar la imprevisibilidad de los agentes. Ariely es un catedrático de psicología y economía conductual a quien un accidente que le provocó quemaduras de tercer grado en el 70% del cuerpo le llevó a empezar a estudiar cómo vemos la realidad. Comenzó haciéndose preguntas como “¿es mejor una cura muy larga y un poco dolorosa, o una cura corta y extremadamente dolorosa?”, pregunta a la que, tras muchos estudios, contestó concluyendo que se sufre menos con la primera opción. Después continuó con su investigación en todas las áreas del comportamiento humano, centrándose en su área de experiencia, *behavioral finance*, y estudiando “las fuerzas ocultas que moldean nuestras decisiones”, tal y como indica el propio título del libro, *Predictably Irrational* (Ariely, 2008).

Según explica en este, es cierto que los inversores se comportan a menudo de formas difíciles de comprender pero a pesar de ello, descubre en su libro que todas las anomalías en el comportamiento de los agentes que añaden un tinte de irracionalidad a sus pensamientos y decisiones, siguen unos parámetros gracias a los cuales se puede prever cómo actuarán. Ariely explica que al final se puede vaticinar el comportamiento de las personas porque actúan según unos deseos y expectativas que son comunes a todos y, aunque difícilmente explicables, son demostrables con numerosos experimentos que él mismo realizó y narra en sus escritos (Ariely, 2008). De ahí viene precisamente el acertado título de su libro, *Predeciblemente Irracional*: es innegable la irracionalidad por la que todos nos movemos, pero esta sigue unos patrones que pueden ser estudiados para saber qué es lo que se debe esperar del comportamiento de las personas en determinadas situaciones.

2.3. Diferencias generacionales y de género

La preparación académica, la experiencia profesional, y la cantidad y calidad de información disponible pueden ser factores que influyan en cómo afectan la irracionalidad y los sesgos que ella trae a los inversores de distintas edades. En primer lugar, cabe esperar que aquellos inversores que estén más preparados desde un punto de vista académico sean capaces de tomar decisiones más objetivas que aquellos que no lo están y que por este motivo pueden dejarse arrastrar por sus opiniones personales y otras emociones. Suele incluso decirse que las nuevas generaciones de trabajadores que acaban la carrera están más preparados que nunca para enfrentarse a los desafíos del mundo profesional y por ende, del mundo financiero. En segundo lugar, la experiencia personal puede ser otro factor determinante que afecta a la manera en la que los inversores toman decisiones. Generalmente, cuanto más experiencia tengan, menos errores cometerán porque ya habrán visto muchos y aprendido de ellos. Este es el caso de los inversores más mayores, que han tenido más tiempo para observar y aprender.

En tercer lugar, la información que los inversores tienen disponible puede también marcar una gran diferencia entre unas generaciones y otras. Habitualmente, las nuevas tecnologías e Internet concretamente, por los que los más jóvenes están más influenciados porque han crecido con ellos, permiten obtener información de forma más rápida y en unas cantidades a veces inmensurables. Sin embargo, quizás los inversores con más años y experiencia se resisten más a una enorme cantidad de información y se centran en conseguir aquella más relevante y de mayor calidad. Como explica Víctor Alvargonzález en su artículo “Telón de Fondo” de *El Confidencial*, “Leer todo le generará confusión, una mala compañera de viaje a la hora de invertir. Leer selectivamente a los mejores le dará confianza, buena información, y buenas ideas de inversión” (2014).

A pesar de estas diferencias que se pueden observar entre unas generaciones y otras, es razonable afirmar que los sesgos no dependen de las distintas edades ni hay diferencias generacionales claras y verdaderamente relevantes en las que merezca la pena incidir. Como bien explica Ricardo Moreno en una conversación telefónica, profesor de Análisis

Financiero en el Instituto de Empresa, “las personas llevamos la irracionalidad y la imprevisibilidad en nuestros genes. Aunque hay irregularidades que se manifiestan de forma más obvia en unos momentos u otros, todos estamos sesgados por el hecho de ser humanos e incapaces de impedir que haya una enorme cantidad de factores que nos afecten”. Si este no fuera el caso, seríamos como máquinas automatizadas y el mercado sería un lugar de condiciones perfectas en el que no existiría la imprevisibilidad y por tanto tampoco el riesgo.

En cuanto a las diferencias de género, la distinta percepción que tienen hombres y mujeres de diferentes conceptos, la importancia que los distintos sexos dan a cada cosa, y la sensibilidad de cada uno, pueden condicionar la forma en la que actúen hombres y mujeres ante diferentes situaciones. Por ejemplo, la forma de asumir riesgo y de reaccionar ante las pérdidas son dos aspectos en los que hombres y mujeres disciernen de manera frecuente. En el primer caso, de acuerdo con la herramienta de Globesmart Profile, de forma general los hombres son menos reacios que las mujeres a ponerse en situaciones de riesgo, mientras que las mujeres sienten más aversión al mismo. Esto se debe a que generalmente las mujeres tienen una visión a más largo plazo que los hombres, lo que las lleva a tener menos ganas de arriesgarse por las responsabilidades o necesidades que el futuro pueda deparar. Por esto, tiene sentido declarar que en estos aspectos las mujeres son más racionales en la forma de invertir su dinero y de tomar decisiones económicas que afecten a su patrimonio.

En el segundo caso, hombres y mujeres también reaccionan de manera diferente ante la pérdida y, lo que es más, ante distintos tipos de pérdida. La aversión a la pérdida es uno de los sesgos en el que más incidieron Kahneman, Tversky y Thaler, y que se estudiará más adelante en este trabajo. Una de sus características es que, si bien todos los inversores detestan perder dinero hasta puntos a veces insólitos, los hombres generalmente se sienten mucho más afectados por la pérdida de dinero que las mujeres. Por supuesto que a las mujeres les dolerá, especialmente si se ha incurrido en un riesgo innecesario a sus ojos que ha llevado a una pérdida innecesaria, pero los hombres sentirán una frustración mucho mayor que ellas y harán todo lo posible para paliar ese sentimiento y conseguir una recuperación. En cambio, cuando se trata de un

tipo de pérdida no económica, como una pérdida psicológica o personal, Hanuman Prasad (2012) declara que son las mujeres las que más la sufren, en contraste con las pérdidas monetarias.

En cuanto a al exceso de confianza, otro sesgo que también estudiaremos después, Prasad expone que “hay una noción general de que los hombres tienden a ser más propensos al exceso de confianza que sus homólogas femeninas” (2012, 52). Esto tiene una estrecha relación con la forma de asumir riesgo que hombres y mujeres tienen. Como se ha explicado antes, los hombres suelen ser menos reticentes que las mujeres a ponerse en situaciones de riesgo, y esto se debe muchas veces al exceso de confianza que tienen en ellos mismos, pues como muchas veces piensan que no pueden fallar, no se les cuesta arriesgarse porque creen que tienen menos posibilidades de acabar perdiendo.

2.4. Diferencias psicológicas

Si bien es cierto que se pueden observar pequeñas diferencias entre unas generaciones y otras, y quizás algunas un poco mayores entre hombres y mujeres, no son lo suficientemente relevantes como para poder testificar que los sesgos de los inversores dependen exclusivamente del sexo de estos o de la generación a la que pertenezcan. De hecho, no se puede ni siquiera establecer un patrón de estudio porque las discrepancias no pueden ser generalizadas como rasgos significativos que caractericen a los sexos ni a las generaciones.

Por esta razón, cuando un cliente en un banco decide que quiere invertir su patrimonio o parte de él en renta fija, renta variable, otros productos financieros, o cualquier combinación inversora, no se le recomienda una inversión u otra en base a si es hombre o mujer, o si es más joven o más mayor, si no de acuerdo a su perfil psicológico. Así se hace en Santander Private Banking y en la mayoría de bancas privadas que ofrecen a sus clientes posibilidades de inversión, como explica Juan José Guerrero en una charla por teléfono, responsable de equipo de banca privada de Santander Private Banking. Se tienen también en cuenta los niveles de conocimiento financiero del inversor, sentido

común y su experiencia profesional e inversora, y se da mucho peso a su actitud ante el riesgo y la aversión a la pérdida. Todo este proceso se basa en conversaciones con el consejero financiero correspondiente, y en test de conveniencia y de idoneidad, que generalmente tienen una vigencia de cinco años porque el perfil de cada inversor puede cambiar, y lo hace, según evolucionan su experiencia, sus conocimientos y los acontecimientos que marcan su vida en general.

Por un lado, los test de conveniencia tienen como objetivo determinar si los productos financieros de inversión son convenientes para cada persona, o si no es adecuado que se utilicen. Estos resultados se fundamentan principalmente en la experiencia y los conocimientos de cada posible inversor, pero no significa que una persona sin experiencia financiera previa vaya a ser aconsejado que no invierta, sino que dependerá de la comprensión que tenga o que pueda llegar a tener de los riesgos que una inversión financiera implica. Por otro lado, los test de idoneidad conceden cinco resultados de perfil inversor que implican una menor o mayor exposición a activos de renta variable o con riesgo equivalente. Estos resultados son: conservador, moderado, equilibrado, dinámico y agresivo; y se estipulan en función de las respuestas del inversor potencial a las preguntas relacionadas con el riesgo que están dispuestos a asumir y su posible reacción ante distintos niveles de pérdidas potenciales. Los anexos 1 y 2 muestran partes de estos test de idoneidad para personas físicas y jurídicas, y más adelante se explicarán las inversiones de patrimonio personal a través de personas jurídicas.

Dungore (2011) también explica que hay otros factores aparte de la edad, el género, el nivel de conocimientos y la experiencia profesional que influyen a la hora de crear perfiles psicológicos inversionistas, como pueden ser el nivel de ingresos e incluso la raza. Por ejemplo, declara que el nivel de ingresos determina el riesgo que las personas están dispuestas a asumir. En la mayoría de los casos, cuanto mayor es la renta de los individuos, mayor suele ser el riesgo en el que quieren incurrir porque pueden permitirse tener pérdidas sin que ello les trastorne la vida de forma sustancial. Pero a veces ocurre lo contrario: cuanto más dinero alguien tiene disponible para invertir, más “se agarra” a él porque tiene más miedo a perderlo.

3. Sesgos en el comportamiento de los inversores

Anteriormente se han comentado varios de los sesgos que a continuación se van a explicar. Una buena forma de comenzar a hacerse una idea de lo que implican es fijarse en lo que James Montier (2007) llaman los “Siete Pecados” de la gestión del dinero. Los exponen de una forma irónica que pone en evidencia lo condicionados que se encuentran los inversores y a lo que esto conduce. Los “Siete Pecados” son los siguientes:

1. Es evidente que los inversores son pésimos a la hora de predecir, aunque el pronóstico se encuentre en el centro del proceso de inversión.
2. Los inversores están obsesionados con la información, aunque más información no conduce a mejores decisiones, sino simplemente a exceso de confianza.
3. Las reuniones con los directores de las empresas están sobrevaloradas; ellos mismos están altamente sesgados.
4. Los inversores típicamente piensan que son más astutos que todos los demás.
5. Los inversores están (cada vez más) obsesionados con horizontes temporales a corto plazo.
6. A la gente le gustan las buenas historias y a menudo las mejoran o acomodan para que se adapten a sus sesgos, mientras que ignoran los hechos aburridos, aunque sean los reales.
7. La tendencia estándar de la mente es creer; el escepticismo innato es raro, aunque ventajoso invirtiendo.

Estos siete puntos ponen en evidencia las consecuencias de los sesgos, cómo se sobrevaloran ciertos elementos, y la confianza excesiva que los inversores tienen en sí mismos y en todo lo que tenga que ver con ellos mismos. Al final se trata de una cuestión de lo que se exageren las cosas: las capacidades de uno mismo, las historias, los resultados, etc.; y de cómo funciona el cerebro humano.

3.1. Sesgos emocionales

Los sesgos emocionales son errores que las personas cometen de forma inconsciente ya que se forman a partir de sentimientos y emociones. Impulsan a las personas a actuar de una forma irracional sin que ellas se den completa cuenta de ello. Quizás por este motivo sean los más difíciles de hacer frente y de llegar a controlar, puesto que surgen de una parte puramente inconsciente y en ocasiones escondida e inexplicable de las personas.

Existen numerosos sesgos emocionales, como por ejemplo el legado, la aversión al arrepentimiento y el autocontrol. El primero consiste en valorar de forma distinta las inversiones según se desee comprar o vender, es decir, según más convenga. El segundo, la aversión al arrepentimiento, se basa en evitar tomar decisiones por miedo a equivocarse y a las consecuencias que conlleven los errores. El arrepentimiento puede ser tanto por haber hecho algo como por no haberlo hecho. El tercero, el sesgo de autocontrol, radica en sacrificar objetivos a largo plazo debido a una insuficiente autodisciplina. Un ejemplo de este último sesgo es no ahorrar lo suficiente para la jubilación por no ser capaces de auto controlarse (Welzia Management, 2014).

Además, dentro de los sesgos emocionales, uno de los más relevantes es el efecto “endowment” o sesgo de status quo, estudiado en profundidad por Kahneman, Tversky y Thaler, y explicado más tarde por Dungeore como “una hipótesis de que las personas valorarán más un bien o servicio una vez el derecho de propiedad hacia ellos ha sido establecido” (2011, 43). En otras palabras, las personas solemos creer que lo nuestro vale más o es mejor que lo de los demás, y por este motivo pedimos mucho más dinero por vender algo que es nuestro, que lo que estamos dispuestos a pagar cuando aún no es de nuestra propiedad y lo queremos comprar. Sin embargo, es posible que los dos sesgos emocionales más destacados sean la aversión a la pérdida y el exceso de confianza, ya que son los más comunes o los que más afectan de forma general a los inversores por lo que se estudiarán en más profundidad.

3.1.1. La aversión a la pérdida

La aversión a la pérdida (“prospect theory”) es un sesgo que se da de forma común entre los inversores y fue estudiado por primera vez en los años 70 por Kahneman y Tversky. Deriva de la creencia tradicional de que las ganancias y las pérdidas involucradas en cada decisión se combinan para presentar una evaluación total sobre si la decisión es deseable o no, pero se demuestra que esto realmente no ocurre de tal manera, puesto que el sesgo consiste en experimentar un mayor dolor por las pérdidas que alegría por las ganancias. Esto ocurre porque, de acuerdo con esta teoría, las pérdidas tienen un impacto emocional mucho mayor que el que tiene la cantidad equivalente de ganancias. Esto resulta en una tendencia a que las personas prefieran claramente evitar pérdidas que adquirir ganancias. Es más, algunos estudios incluso sugieren que las pérdidas pueden llegar a doblar en fuerza psicológica a las ganancias.

Por ejemplo, si un inversor perdiera un millón de euros, sufriría mucho más que lo feliz que sería si ganase la misma cantidad de dinero, aunque aparentemente esto no tenga sentido, puesto que con los dos extremos de la misma situación se deberían sentir los dos extremos del mismo sentimiento (alegría o dolor) con la misma intensidad. Es decir, si dicho inversor ganase un millón de euros, debería estar igual de contento que lo desgraciado que se sentiría si perdiese un millón de euros, pero esto no es lo que realmente ocurre. O bien, si existiesen dos opciones: A) Ganar 100 y perder 50; y B) Ganar 50; por mucho que al final el resultado fuese el mismo, la mayoría de las personas elegirían la opción B. Sin embargo, un inversor en principio debería considerar la opción A pensando que quizás pueda hallar la manera de evitar perder 50, pero la realidad es que prefiere no tener que pasar por la pérdida y por eso siempre se inclinaría por B. En la misma línea, si supiese que va a perder 100, y puede perderlos los 100 a la vez o bien primero 50 y después otros 50, a pesar de que racionalmente sería más lógico elegir la segunda opción por si descubriese la forma de evitar la pérdida de los segundos 50, con tal de no pasar por una pérdida dos veces, elegiría la primer opción. El anexo 3 muestra gráficamente la reacción del inversor ante pérdidas y ganancias.

Este sesgo puede llegar a tal extremo que haya personas que prefieran no ganar con tal de no perder porque les da tanto miedo o les produce tanta inquietud el hecho de perder dinero, que sacrificarían una ganancia mayor con tal de no tener que pasar por el duelo potencial de una pérdida. Además, puede tener un efecto malévolo para los inversores: debido al dolor o a la rabia que sienten ante una pérdida, podrían incurrir un riesgo aún mayor con tal de recuperarla, sin pararse a pensar detenidamente, lo que sería contraproducente. Precisamente debido a esta aversión a la pérdida, Juan José Guerrero comenta en la conversación anteriormente mencionada que muchos de sus clientes en Santander Private Banking crean sociedades exclusivamente para invertir su dinero, pues esto les proporciona en muchas ocasiones, aparte de otros beneficios, una sensación de seguridad que muchos aprecian sobremanera. “Es como si creyesen que invertir a través de una sociedad mitiga el riesgo o hace que las pérdidas sean menores, como si se tratase del dinero de otra persona”.

Mitroi y Stancu (2013) afirman con humor que la única pérdida que el buscador de Google puede permitirse hoy en día es la de peso, ya que es la única pérdida psicológicamente positiva y motivacional, muy contrario a la pérdida monetaria. La teoría de la aversión a la pérdida explica por qué en el diferencial de compra/venta el precio de compra en una pantalla de trading es siempre menor que el de venta. No se debe únicamente a que los vendedores siempre pidan más dinero que lo que ofrecen los compradores, sino también a que las personas conceden más valor al dolor de la pérdida de “x” que el placer que experimentan con la ganancia de “x”. En otras palabras, las personas dan más valor a desprenderse de algo (tanto voluntariamente como no) que a recibirlo, y los inversores no son una excepción. Desde este punto de vista, el sesgo de aversión a la pérdida está relacionado con el de “endowment effect”, que hace que sea más difícil deshacerse de algo una vez se posee.

Por último, dicen Mitroi y Stancu que “la propensión a ser reactivo al riesgo está conectado de alguna manera a una pérdida real. Cuanto más trata uno de evitarlo, más le engancha” porque más importancia se le da hasta a veces llegar incluso al punto de estar obsesionado (2013, 9). Continúan declarando que la aversión a la pérdida ha llevado a naciones enteras tanto a entrar como a continuar en largas y terribles guerras

con tal de no perder, aunque finalmente las pérdidas por entrar o no capitular a tiempo sean mucho mayores. Es decir, la aversión a la pérdida combinada con la incapacidad de admitir errores y aprender de ellos solo complica las decisiones de inversión haciéndolas más inseguras y basándolas en pilares muchas veces dudosos.

3.1.2. El exceso de confianza

Este sesgo ocurre cuando los inversores sienten de forma injustificada que sus opiniones son las más válidas. Cuando sufren este sesgo piensan que su nivel de conocimiento y su habilidad de acceder a la información, entenderla, procesarla y usarla para su beneficio, son superiores a la de otros inversores por lo que sus decisiones serán más acertadas. Además, los psicólogos han determinado que cuando el exceso de confianza lleva a las personas a sobreestimar sus conocimientos, esto implica una subestimación de los riesgos y una exageración de su habilidad de controlar el resultado de los eventos.

Un estudio que refleja claramente los efectos de este sesgo es “Behaving badly”, de James Montier (2006), en el que se pregunta a los managers de 300 fondos de inversión si creen que el rendimiento de sus fondos está por encima, por debajo o en la media del sector. Es curioso ver cómo el 74% responde que por encima; y del 26% restante, la mayoría piensan que están en la media. Por supuesto que estas afirmaciones carecen de sentido ya que lógicamente, el 50% estará por encima de la media, y el 50% por debajo de ella. Otro ejemplo del mismo estilo lo cuenta Ricardo Moreno en la charla mantenida por teléfono. El primer día de clase, fuese cual fuese la asignatura que impartiese, solía preguntar a sus alumnos: “A final de curso, ¿crees que tu notas estarán por encima o por debajo de las de la media?”. Les pedía que anotasen su respuesta en un papel y posteriormente hacía el recuento. No dejaba de asombrarse cuando clase tras clase descubría como siempre había entre un 75% y un 85% de los alumnos que contestaban que opinaban que estarían por encima de la media.

Estas son solo dos de las numerosas demostraciones que existen sobre la confianza excesiva que habitualmente tienen los agentes en todo lo que esté relacionado con ellos mismos. Es común ver cómo las personas sobreestiman su capacidad de conseguir algo

con éxito. Muchas veces, esto se da debido a una exageración consciente y meditada de las habilidades de uno mismo, pero otras muchas ocasiones, el exceso de confianza es inconsciente e impulsivo. Además, existe una línea generalmente clara entre la confianza y el exceso de confianza, puesto que mientras la primera implica fiarse de uno mismo y de las habilidades que posee para realizar algo, el segundo conlleva un exceso de optimismo sobre el propio conocimiento y control de la situación.

Asimismo, debido al exceso de confianza que tienen en sí mismos, muchos inversores realizan más transacciones de la cuenta y se exponen a riesgos innecesarios. El estudio de Terrence Odean (1998) demuestra que así es: los inversores con demasiada confianza realizan más operaciones que sus homólogos con un nivel de confianza menor y sus portfolios suelen estar menos diversificados. Esto último lo ratifican Korniotis y Kumar cuando afirman: “Los inversores con un exceso de confianza que sobreestiman o bien la calidad de su información privada o bien su habilidad para interpretar esa información realizarán excesivos intercambios” (2013, 2). También alegan que el nivel de transacciones puede llegar a ser hasta dos veces mayor que las que realizan los inversores menos confiados. En la misma línea, Odean (1998) demuestra que debido al excesivo riesgo que asumen (cada transacción es un riesgo en sí misma pues implica tomar una decisión) y a la baja diversificación, es habitual ver cómo sus retornos son menores que los de otros inversores menos lanzados, y cómo en muchas ocasiones el exceso de confianza de algunos agentes puede causar que los mercados obvien o infravaloren la información proporcionada por otros agentes más racionales.

Algo curioso que también ocurre cuando los inversores exhiben niveles excesivos de confianza es lo que se conoce como “January Effect”. Durante el mes de enero, especialmente en firmas pequeñas, los precios de las acciones son mayores que en otros meses. Esto se debe a un crecimiento en la compra de acciones que es resultante de la caída de precios del mes de diciembre, cuando los inversores deciden vender sus títulos para conseguir pagar menos impuestos. Como Dugore explica, “Green (los inversores) que las acciones superan al mercado debido al exceso de confianza que muestran los inversores que suscriben estos títulos” (2011, 41). Eso no es realmente así, sino que el motivo de compra es que los precios han caído y no hay indicios de que el mes de enero

vaya a resultar ni mejor ni peor comparado con los demás. Un hecho similar ocurre con el llamado “Weekend Effect”, por el que muchos inversores venden sus títulos el viernes para no enfrentarse a la incertidumbre del fin de semana, por lo que los precios caen y el lunes están más bajos, lo que lleva a los inversores a decidir comprar.

3.2. Sesgos cognitivos

Estos sesgos surgen a partir de la tendencia de los inversores de aferrarse a creencias que tienen por correctas porque es con lo que siempre han funcionado (aunque ya no tienen por qué ni ser ciertas ni ser las más vigentes), o a partir de errores a la hora de procesar la información en el momento de tomar decisiones de inversión. Al contrario que los sesgos cognitivos, nacen a raíz de pensamientos conscientes y pensamientos reflexionados. Igual que en el caso de los sesgos emocionales, hay numerosos sesgos cognitivos que se podrían estudiar, como son los siguientes:

- La miopía: elegir no ver las consecuencias que pueden tener nuestro actos en el futuro, especialmente cuanto más lejos se encuentran del momento actual. Puede provocar una gran falta de planificación y consecuencias nefastas en el futuro a raíz de esto;
- La ilusión de control: pensar que se pueden controlar los resultados de una inversión cuando obviamente no es posible. Esto ocurre especialmente si somos nosotros mismos los que hemos elegido una opción u otra: creemos que por este hecho podemos influenciar los resultados;
- La confirmación: basarnos en afirmaciones que demuestran que una decisión es correcta y desechar aquellas que digan lo contrario. Es un tipo de pensamiento selectivo, por el que se decide elegir hacer caso únicamente a aquello que apoya el punto de vista existente;
- La disponibilidad de información: considerar como más probables aquellos eventos que tenemos más recientes en la cabeza, por mucho que sean igual de probables o incluso menos que todos los demás, como es el caso del miedo irracional a bañarse en el mar tras ver la película “Tiburón”, explicado a continuación.

Sin embargo, de nuevo nos centraremos en dos de ellos que pueden ser los más representativos (Welzia Management, 2014): anclaje y herding.

3.2.1. Anclaje

De la misma forma que una casa debería estar anclada en tierra y cimientos firmes, nuestras ideas deberían basarse en hechos correctos, válidos y relevantes. Precisamente lo contrario es lo que ocurre con el sesgo de anclaje: se valoran las probabilidades de un evento en función a otro que no tiene poco o nada que ver. En otras palabras, las personas tenemos la tendencia a fijar o “anclar” nuestros pensamientos a un punto de referencia, por mucho que este no tenga una relevancia lógica en cuanto al tema en cuestión o a las posibilidades sobre las que se esté debatiendo. Está relacionado con el sesgo de disponibilidad de la información, mencionado anteriormente, por el que creemos que es más probable que ocurra algo que tenemos reciente en la mente. Franklin Templeton TV, el canal de la empresa de gestión de inversiones Franklin Templeton Investments, demuestra esto con un vídeo en el que una persona que va a la playa después de ver la película “Tiburón” tiene mucho más miedo al mar que alguien que no acabe de ver la película.

Kahneman y Tversky lo explicaban desde muy temprano en sus investigaciones: “En muchas situaciones, las personas hacen estimaciones empezando por un valor inicial que ajustan para producir la respuesta final. El valor inicial, o el punto de partida, puede ser sugerido por la formulación del problema, o puede ser el resultado de un cómputo parcial. En cualquier caso, los ajustes generalmente son insuficientes. Esto es, distintos puntos de partida producen diferentes estimaciones, que están sesgadas hacia los valores iniciales. Llamamos a este fenómeno anclaje” (1974, 1129). Cuando sufrimos este sesgo no importa que conozcamos la mejor forma de actuar o sepamos la respuesta correcta: no podremos impedir inclinarnos hacia ese elemento que inevitablemente tenemos en la cabeza y erróneamente relacionamos con la cuestión que se va a abordar.

Un ejemplo de esto lo ponía Ricardo Moreno en su clase cuando dividía a los alumnos en dos grupos. El primer grupo le pedía que escribiese en un papel los cuatro últimos dígitos de su número de teléfono, y al segundo grupo le pedía lo mismo pero con los cinco últimos dígitos en lugar de cuatro. A continuación, les invitaba a todos a hacer una estimación del número de médicos que creían que había ese año en la Comunidad de Madrid y que lo escribiesen debajo de los dígitos de su número de teléfono. Los resultados eran sorprendentes: el primer grupo de alumnos, que se había fijado en cuatro dígitos, estimaba una cantidad de médicos mucho menor que los que se habían basado en cinco dígitos. Claramente, el comportamiento de todos ellos estaba sesgado por el primer hecho, por mucho que ambos no tuviesen nada que ver. Este experimento estaba basado en muchos parecidos que hicieron Kahneman y Tversky y que presentaron en su estudio "Judgement under uncertainty: heuristics and biases", y Ariely también en *Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions*.

Otra muestra del sesgo de anclaje es un sencillo ejercicio realizado a varios compañeros en Northeastern University, basado en ideas proporcionadas por Ricardo Moreno. Se les propone lo siguiente: "Ana tiene 31 años, está soltera, es una persona franca y brillante intelectualmente. Siempre le han preocupado temas de discriminación de género y de justicia social, y estudió Ciencias Políticas y Filosofía." A continuación, se proponen dos opciones y se pregunta cuál es más probable: A) Ana trabaja en un banco de inversión; B) Ana trabaja en un banco de inversión y es miembro activo de un movimiento feminista. La mayoría de las personas contestan que es más probable B, ya que es el primer impulso que tienen. Sin embargo, si se piensa en frío, esto es un error puesto que la probabilidad de que trabaje en un banco siempre será mayor a la de que trabaje en un banco y además milite en un movimiento feminista. En conclusión, las personas tendemos a dejar de lado la lógica y nos centramos en la representatividad.

Las anclas pueden llegar a ser de gran importancia para fijar el precio de determinados títulos. De la misma forma que el precio inicial al que se pretende vender un coche o una casa determinará las distintas ramificaciones que se den en ese precio a lo largo de una negociación, es cierto que el primer precio de una acción puede decretar el rumbo que tenga después porque, queramos o no, la mente no puede evitar volver a los

valores iniciales. Esto se debe a que las personas no podemos remediar comparar, y en una grandísima cantidad de los casos, nuestras decisiones se basan en comparaciones o bien porque es inevitable hacer balances por medio de las mismas, o bien porque no sabemos cómo proceder sin ellas.

En el mundo financiero, muchos inversores asientan sus decisiones de comprar unas acciones u otras en hechos que no tienen por qué determinar el futuro de esa empresa. Por ejemplo, se da a menudo el caso de que los inversores decidan comprar acciones de una compañía que acaban de caer por el hecho de que hace poco hubiesen estado altas. Creen que están comprando las acciones a un buen precio y que volverán a subir a los niveles anteriores cuando esto no tiene por qué ser así. Si bien es cierto que los vaivenes del mercado producen caídas que rápidamente son seguidas por recuperaciones, fundamentar las decisiones de inversión en un desmoronamiento es posible que no sea la opción más acertada. Como bien declara Víctor Alvargonzález, “Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras” (2014), y Ricardo Moreno lo corrobora: “El pasado es irrelevante”, al menos en lo que se refiere a las futuras rentabilidades de los títulos.

3.2.2. Herding

“Herding” o comportamiento en masa es la tendencia que tienen los individuos de imitar las acciones (racionales o irracionales) de un grupo más grande a pesar de que individualmente es posible que hubieran tomado una decisión distinta. Las personas tienen la propensión a aceptar decisiones irracionales como racionales, siempre y cuando todos los demás hagan los mismo. Un motivo importante por el que el comportamiento en masa sucede es el deseo de pertenencia que todos los individuos tienen. Es mucho más sencillo mostrar conformidad ante la presión social y seguir al grupo que diferir y ser considerado un paria o marginado. Más aún, cuando nuestras opiniones particulares son distintas de las del grupo, tendemos a razonar que todos los demás no puede estar equivocados, mientras que es más probable que una única persona esté cometiendo un fallo. Es común pensar que el grupo debe tener alguna

información que el individuo no posee y que por tanto ellos deben estar en lo cierto, por lo que finalmente se toma como buena la opinión del conjunto.

Esto ocurre especialmente en situaciones en las que los individuos son jóvenes o tienen poca experiencia. Aunque es cierto que habitualmente los inversores más jóvenes tienden a ser más temerarios o insensatos que los más mayores, esto ocurre porque generalmente tienen menos que perder y más tiempo para recuperar lo perdido, no porque tengan más confianza en sus propias habilidades. Más aún, serán imprudentes e irreflexivos en situaciones en las que no esté en juego su dinero ni el de los demás (en caso de que la persona joven en cuestión sea un asesor financiero). De hecho, se puede afirmar que cuando más se manifiesta el comportamiento en masa de las personas es cuando más jóvenes son, tanto en sus decisiones financieras, como en todos los demás aspectos de su vida en general, porque es cuando más deseo tienen de sentirse miembros del grupo y de no cometer errores que los marginen. A medida que van creciendo la confianza en lo que hacen y su experiencia, se atreverán a dar pasos más independientes y alejados de los del grupo para probar nuevas fórmulas y comprobar si están en lo correcto al seguir su instinto.

Precisamente del comportamiento en manada surgen las burbujas especulativas. Una de las primeras de las que se tiene constancia es la Burbuja de los Tulipanes que tuvo lugar en los Países Bajos en el siglo XVII, en la que el objeto de especulación fueron los bulbos de tulipán cuyos precios alcanzaron niveles desorbitados. Uno de los factores que influyeron en los altísimos precios fue el exotismo de los bulbos multicolores, y este mismo componente exótico es el que ha dado lugar a muchas de las otras burbujas posteriores. Otra más reciente ha sido la de internet, en los años 90: se empezó a invertir más y más en nuevas compañías tecnológicas y de internet, a pesar de que todavía no tenían una estructura financieramente estable. El hecho de que cada vez más personas arriesgasen su capital en estas empresas era un incentivo para que la gente se lanzase a seguir invirtiendo en ellas. El problema en estos casos es que los clientes de los asesores financieros siempre quieren asegurarse de que su dinero está ganando rentabilidad en aquellos activos que estén de moda y no ser los únicos que pierden oportunidades obvias y brillantes, y los asesores a su vez se llevarán el mérito si los

resultados son los esperados. En cambio, si no lo son, podrán escudarse en señalar la cantidad de personas que han cometido el mismo error.

Sin embargo, ¿cuál es el gran problema de las burbujas? Que siempre acaban estallando, y una y otra vez los inversores cometen los mismos fallos. Y si siempre ocurre lo mismo, ¿por qué los inversores no se dan cuenta y lo evitan la siguiente vez que otra burbuja emerge? Porque debido a su excesivo nivel de confianza, no pueden evitar pensar que los demás no se dan cuenta de que es una burbuja y que podrán vender sus activos a algún ignorante que no se dé cuenta de en qué se está metiendo. O bien, deciden que quieren aguantar hasta el último momento con la esperanza de ganar todo lo posible, pero cuando deciden vender, la burbuja ya ha estallado y es demasiado tarde. Asimismo, y según James Montier (2007), otros motivos que surgen de sesgos ya mencionados por los que caemos una y otra vez en las burbujas son los siguientes:

- El siempre presente sobre optimismo: creemos que las burbujas afectarán más a los demás que a nosotros mismos.
- Ilusión de control: igual que en el ejemplo de la lotería, pensamos que al elegir los activos en los que invertimos, podemos influenciar cómo les afectarán unos eventos y otros.
- Confirmación: interpretamos la información de tal forma que valida lo que hemos hecho.
- Miopía: tendemos a no dar relevancia a consecuencias en el futuro, por mucho que se puedan predecir.

Aquí se puede observar, al igual que en otros casos vistos anteriormente, cómo unos sesgos y otros se encuentran estrechamente relacionados. En este caso se ve repetidamente que el comportamiento en masa está unido con la confianza y con la confirmación. De la misma forma, la aversión a la pérdida está unido al afecto “endowment”; la miopía esta relacionada con el sesgo de autocontrol; el de anclaje se encuentra muy ligado al de disponibilidad de la información; y tanto el de exceso de confianza como el de aversión a la pérdida, al de ilusión de control.

4. Soluciones y oposición a los sesgos

4.1. ¿Es posible luchar contra ellos?

Conociendo los sesgos, es posible reconocerlos cuando se observan en personas que no somos nosotros mismos. Generalmente, es mucho más complicado descubrir un error en uno mismo que en los demás porque no estamos solo cegados por el error, sino también por el pensamiento habitual de las personas de que ellos jamás cometerían los errores que cometen los demás, calificándolos de estúpidos y obvios. Esto forma parte, como hemos visto anteriormente, de otros sesgos como el de exceso de confianza, contra los que solamente se puede luchar a base de humildad y experiencia. A continuación se explicará sesgo por sesgo si existen formas de vencerlos o de concienciar a los inversores de su existencia para que estén menos expuestos a ellos.

En primer lugar, la mejor forma de luchar contra el miedo a las pérdidas que todos los inversores sienten es minimizando el número de pérdidas que se han tenido. Es decir, si se ha incurrido dos veces en pérdidas de 100 y 200, respectivamente, será más sencillo para el inversor pensar que se han perdido 300 en lugar de 100 y 200. Por mucho que el resultado sea el mismo, el hecho de pensar que dos veces se ha pasado por una pérdida hace sufrir más al inversor que el hecho de que haya sido solo una vez, por mucho que sea más grande. Asimismo, si se han ganado 200 y perdido 50, es mejor cavilar que directamente se han ganado 150 y evitar o ignorar la parte de pérdida de la transacción. Es lo que Montier (2007) presenta como “hedonic framing” o “hedonic adaptation”, y se trata básicamente de cambiar el enfoque mental que se le quiera dar a las pérdidas para poder controlar el efecto que tienen sobre nuestras actitudes y sobre nuestro subconsciente.

En segundo lugar, en el caso del exceso de confianza, todos aquellos inversores que lo padezcan deberían tener en cuenta que el mercado es un lugar dinámico en el que todo cambia constantemente y el equilibrio de oferta y demanda depende de multitud de factores e información. Precisamente debido a este dinamismo, los inversores no pueden dejar de ser conscientes de que todos los días hay algo nuevo que aprender y

que mejorar. Por eso, lo que deben hacer para oponerse al sesgo de exceso de confianza es hacer gala de humildad, reconocer que no saben todo y que pueden estar equivocados, y acordarse de seguir aprendiendo y adaptándose a las nuevas circunstancias.

En tercer lugar, contra el sesgo de anclaje no hay mejores medidas que el pensamiento crítico, la lógica rigurosa y el análisis exhaustivo combinados. Los inversores exitosos no basan sus decisiones solamente en un punto de referencia o en una única comparación, sino que realizan análisis íntegros de los activos en los que pretenden invertir, para no dejarse engañar por datos irrelevantes o poco relacionados. Por tanto, lo mejor es usar una variedad razonable y adecuadamente seleccionada de datos y estadísticas que tengan que ver con el activo en cuestión y con su posible evolución futura. Así, evaluando cada compañía desde varias perspectivas se conseguirá la imagen más realista de la empresa y del panorama de inversión que tiene por delante.

Por último, para luchar contra el comportamiento en masa es importante recordar que no que todo el mundo haga algo significa necesariamente que sea lo correcto y como dice Friedrich Nietzsche, “en individuos, la locura es rara; en grupos, es la regla”. Es un sesgo difícil de vencer, especialmente entre los inversores más jóvenes, pero para conseguirlo es necesario en primer lugar documentarse lo mejor posible y estudiar todas las alternativas. Una vez hecho esto, si la opinión individual sigue difiriendo de la del grupo, es aconsejable acudir a alguien con más experiencia o conocimiento sobre el tema, exponer opiniones y hacer un contraste de las mismas. Además, puede ser de gran ayuda buscar indicios de “herding”, como por ejemplo, una alta valoración de algunos activos. Eso no siempre implica que exista un comportamiento en masa subyacente, pero sí es cierto que la regla opuesta puede aplicarse en la mayoría de los casos: cuando los agentes invierten en masa en un activo, este experimenta un alza en su valorización, por lo que puede convertirse en una señal de “herding” y consecuentemente, en una burbuja especulativa.

En cuanto a las burbujas, Montier señala que “habitualmente no son eventos del cisne negro”, es decir, generalmente no vienen por sorpresa (2007, 5). Por ejemplo, la

reciente burbuja inmobiliaria fue altamente anunciada y se advirtió a los inversores, y aún así, por los factores explicados anteriormente como el deseo de esperar hasta el último momento o el sesgo de confirmación, los inversores cometieron una vez más el mismo error.

De forma más general, Welzia Management (2014) da una serie de consejos para combatir los sesgos, que pueden ser aplicados individualmente a cada uno de ellos o de forma genérica. Sugieren desde la gestora que siempre se pida consejo a un profesional o a alguien cualificado, así como que se busquen opiniones que desmientan las propias para poder contrastarlas y llegar a una conclusión más completa después de haber consultado toda la información relevante disponible. También proponen hacer evaluaciones en retrospectiva cada cierto tiempo para comprobar si las decisiones de inversiones que se tomaron eran las adecuadas, y si siguen vigentes o es necesario hacer rectificaciones. Además, si la información ha cambiado o se dispone de nuevos datos es importante preguntarse si la decisión seguiría siendo la misma o se cambiaría.

Apuntan también que es necesario construir metodológicamente las políticas de inversión y centrarse en conseguir los objetivos marcados, ya sean a corto o a largo plazo, auto dictándose unos parámetros de autocontrol. Desde un punto de vista más numérico y cuantitativo, recomiendan revisar las leyes estadísticas y de la probabilidad, y trazar distintos escenarios para estudiar los diferentes resultados. Finalmente, proponen concentrarse en las expectativas futuras y no dar una excesiva importancia a pérdidas y ganancias presentes que puede llevar a los inversores a obsesionarse con el corto plazo.

4.2. Educación a los inversores

Korniotis y Kumar conjeturan sobre la posibilidad de que “las decisiones de inversión de inversores altamente cualificados o “listos” reflejan mejor información, mientras que las decisiones de inversores relativamente menos cualificados o “tontos” son más probablemente inducidas por sesgos en el comportamiento” (2013, 3). Defienden también la teoría de que los individuos más inteligentes exhiben niveles más bajos de

aversión al riesgo y una paciencia mayor. Sin embargo, la inteligencia de los inversores es un tema sobre el que no se han realizado los suficientes estudios como para probar que sea un factor determinante ni objetivo en las decisiones de inversión o en los sesgos que afectan a los inversores. Es más, la información privilegiada la pueden tener todos los inversores, sean más tontos o más listos, por lo que tampoco será un factor concluyente para decidir quién invierte mejor o peor. Se trata más, como se ha visto anteriormente, de un tema de preparación, experiencia, en algunos casos género, y sobre todo perfiles psicológicos.

Precisamente por esto, es muy posible preparar y “educar” a los inversores en temas relacionados con todos los sesgos estudiados. El hecho de conocerlos no va a hacer que dejen de caer en ellos porque, como se ha comentado antes, los sesgos son inherentes a las personas por el hecho de ser personas. Pero si se conocen será posible tener una visión más objetiva de ellos y quizás llegar a tener los medios para enfrentarse a ellos. Además desde el punto de vista de uno mismo, el saber que existen en los demás será una ventaja a la hora de prepararse para hacer transacciones puesto que proporcionará un conocimiento especial sobre la manera en la que se puede comportar la otra parte de la negociación. ¿Esto que implica? Una disminución del riesgo a la hora de operar, algo que todos los agentes desean y buscan de forma activa.

Como se ha explicado en el apartado anterior, es siempre más sencillo reconocer un error en los demás que en uno mismo. Pero para que sea posible preparar a los inversores y proporcionarles los instrumentos necesarios para oponerse a los sesgos, o al menos para llegar a reconocerlos, es fundamental que sean capaces de reconocer que de la misma forma que las personas con las que realizarán operaciones estarán sesgadas de una forma u otra, ellos mismos serán víctimas en mayor o menor medida de quizás ese mismo sesgo u otros. En esto consiste la parte fundamental de la preparación contra todas las anomalías estudiadas: en conseguir que los inversores sean conscientes de sus errores y limitaciones para, a partir de ahí, poder aprender de ellos y mejorar.

4.3. ¿Cómo se plantea el futuro?

Tras este estudio, podemos concluir que las personas somos irracionales, y los inversores, al ser personas tal y como el resto, se dejan llevar por sus emociones y por tanto ocurren las anomalías anteriormente explicadas. Si bien todo esto es innegable, los modelos tradicionales como el CAPM y la Hipótesis de los Mercados Eficientes no son totalmente inútiles ni mucho menos, a pesar del creciente descontento con ellos, comprensible especialmente tras la dura crisis financiera. Pero aunque ninguno de ellos propone una teoría absolutamente precisa que tenga en cuenta todos los factores que se han de tener en consideración, y no hay ninguna que sea perfecta en su totalidad, son una buena aproximación a la forma en la que realmente funcionan los mercados.

Josefina Martínez explica que: “Los años recientes han sido testigos de (...) pruebas empíricas que soportan evidencia para mostrar que los precios de los títulos podrían desviarse de sus valores de equilibrio debido a factores psicológicos, modas y negociación con ruido” (2003, 20). Si esto lo escribió en 2003, cuánto más cierto es ahora tras los años de recesión, el estallido de la burbuja inmobiliaria y la gravísima crisis bursátil y bancaria. Añade que el comportamiento de los mercados se desarrollará teniendo cada vez más vez más en cuenta factores cualitativos, además de los cuantitativos aceptados hasta la fecha, y que es necesario tener la mente abierta a la idea de incorporar nuevos paradigmas que cuestionen y complementen todo lo que hasta ahora era válido. La inclusión de estos factores cualitativos es ya de por sí un gran avance que abre camino a multitud de posibilidades desconocidas hasta hace poco.

Después de todo lo estudiado en este trabajo y basados en todas las pruebas recogidas y los numerosos experimentos que existen, es necesario recordar que hay factores que siempre van a influir en el comportamiento de los inversores, que hacen que sean irracionales, y que si no se tienen en cuenta, las operaciones serán mucho más caóticas e ineficientes y habrá menos probabilidades de que los resultados sean los esperados. No es posible luchar contra estos sesgos en una medida que sean

erradicados porque son inseparables del ser humano, pero sí que se pueden tener en cuenta y estar preparados para ellos pues son, como dice Dan Ariely, “predeciblemente irracionales”. Con esta predictibilidad es con lo que debemos jugar: se tienen buenas estimaciones de cómo se comportan los agentes en determinadas ocasiones y qué es lo que provoca que su cerebro funcione de la forma u otra. Basados en estas motivaciones y en las conocidas consecuencias de las mismas, es posible prever cómo decidirán actuar y, en consecuencia, minimizar los riesgos resultantes. Precisamente en esta misma línea, Hanuman Prasad menciona al final de su estudio: “Ser consciente de estos hechos (los sesgos que analiza) es una ventaja para los inversores ya que pueden actuar como reglas cuando se invierte” (2012, 53).

De forma adicional, es conveniente mencionar que todo el tema de la irracionalidad de los inversores se debe tener en cuenta no únicamente en el ámbito de las inversiones y de cara a los mercados financieros. También se ha de considerar en relación a otras esferas que pueden influir a los inversores como lo es el marketing. Los expertos en este área saben cómo ejercer su influencia en los consumidores para explotar sus debilidades cognitivas, y ¿qué son los inversores si no consumidores de algunos de los productos más arriesgados que existen? Por lo tanto, es importante no olvidar este factor ya que está estrechamente relacionado con la irracionalidad de los inversores.

A los investigadores de *behavioral finance* todavía les queda mucho que investigar sobre este campo, sobre cómo los inversores de distintos perfiles psicológicos actúan y cómo estas diferencias en su comportamiento se manifiestan en decisiones financieras reales, y sobre cómo las emociones influyen en las decisiones del inversor. Además, todos los estudios que aún quedan por hacer arrojarán luz sobre la mejor manera de guiar y optimizar las decisiones de asignación de portafolios de inversión, tanto desde el punto de vista de entender y evitar los errores a los que llevan los sesgos en el comportamiento de los inversores, como desde el de localizar las mejores oportunidades de inversión.

Anexos

Anexo 1

Test de idoneidad para personas físicas (Santander Private Banking)

Test de idoneidad y conveniencia para persona física C0012

Nombre cliente:	Documento cliente:
Fecha de realización:	

En el ámbito de aplicación de la Directiva Europea de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), las entidades financieras deben obtener determinada información de sus clientes que les permita adecuar, a su perfil personal, sus recomendaciones sobre inversiones financieras y el servicio de gestión discrecional de cartera. Por ello, el presente test, con el propósito de actuar en el mejor interés del cliente, tiene por objeto evaluar su situación financiera, conocimientos y experiencia sobre determinados productos financieros, y objetivos de inversión.

Agradecemos su colaboración y quedamos a su disposición para aclarar cualquier duda o pregunta que usted pudiera tener al respecto.

Resultado del Test de Conveniencia

Por sus respuestas consideramos que Usted tiene

Perfil inversor a resultas del Test de Idoneidad:**A. Conocimientos y experiencia****1. Formación- ¿Qué nivel de estudios ha alcanzado?**

Sólo es válida una respuesta

- a) Estudios universitarios relacionados con la economía o, en general, con los mercados financieros.
- b) Resto de estudios de Grado superior (Licenciaturas, diplomaturas o similares)
- c) Grado Escolar o Formación Profesional.
- d) Sin estudios o no consta.

2. Profesión- ¿Ha ejercido algún cargo profesional (incluyendo en banca y finanzas) que le haga estar directamente relacionado con los instrumentos financieros y mercados de valores?

Sólo es válida una respuesta

- a) Sí, durante más de un año.
- b) No, pero soy empresario, profesional liberal, directivo o ejecutivo de empresa o funcionario de grado superior, con conocimiento de los mercados financieros.
- c) Ninguna de las anteriores.

3 - Nivel de cultura financiera - ¿Qué conocimientos tiene sobre los instrumentos financieros y mercados de valores?

Sólo es válida una respuesta

- a) No conozco nada del funcionamiento de las bolsas y mercados financieros, ni los riesgos que conlleva.
- b) Conozco los conceptos generales del funcionamiento de las bolsas y mercados financieros, como tipos de interés, inflación, tipo de cambio o evolución de los resultados empresariales, y entiendo que afectan al valor de mis inversiones.
- c) Entiendo los mercados de valores, los instrumentos financieros y los riesgos derivados de invertir en los mismos (riesgos de crédito, mercado, liquidez, etc). Sé que los productos complejos, como por ejemplo derivados o estructurados, pueden verse afectados por múltiples variables.
- d) Sé como funcionan y los riesgos que implican los productos financieros, incluidos los de mayor complejidad: derivados y estructurados, deuda subordinada y preferentes, fondos de gestión alternativa y, en general, los considerados complejos. Estoy familiarizado con términos técnicos como volatilidad, put, call o correlación.

4 - Experiencia como inversor - En el caso de que haya contratado alguno de los siguientes productos y servicios financieros, indique la frecuencia de la contratación y /o las posiciones vivas que mantiene.

Debe contestarse una respuesta (columna) para cada tipo de producto. Si no ha contratado en los últimos 3 años y no mantiene ninguna posición viva se marcará la columna "ninguna".

	Nº operaciones en los últimos 3 años y/o posiciones vivas		
	2 ó más	1	Ninguna
a) Depósitos bancarios e imposiciones a plazo fijo (IPFs)			
b) Renta fija pública o privada no compleja			
c) Renta variable cotizada			
d) Fondos, Planes, Seguros de inversión con riesgo tomador y ETFs no estructurados			
e) Productos estructurados con garantía de capital (ya sean planes, seguros estructurados de inversión con riesgo tomador, depósitos o bonos) y fondos con objetivo de preservación de capital			
f) Productos estructurados sin garantía de capital (ya sean pasivos financieros, fondos, bonos, ETFs o seguros estructurados de inversión con riesgo tomador)			
g) Bonos convertibles y bonos de titulización complejos			
h) Participaciones preferentes, deuda subordinada, y otra renta fija con derivados implícitos (complejos)			
i) Productos inmobiliarios			
j) Productos de capital riesgo o de gestión alternativa y renta variable no cotizada			
k) Derivados en mercados organizados (opciones, futuros, warrants, etc..)			
l) Derivados OTC (opciones a medida, swaps, etc ..)			

B. Situación Financiera
5. Patrimonio/Activos mobiliarios - La inversión que realiza a través de Banco Santander, ¿qué porcentaje supone sobre su patrimonio?

Sólo es válida una respuesta en cada columna

	Sobre su patrimonio financiero	Sobre su patrimonio total
Más del 75%		
Entre 50% y 75%		
Entre 25% y 50%		
Menos del 25%		

6. Compromisos financieros- Indique qué porcentaje de las rentas que genera su patrimonio financiero son necesarias para financiar sus gastos corrientes

Sólo es válida una respuesta

- ~
- a) Más del 75%
 - b) Entre 50% y 75%
 - c) Entre 25% y 50%
 - d) Menos del 25%
 - e) Nada

7. Necesidades de liquidez - ¿Qué parte del patrimonio que mantiene invertido en instrumentos financieros prevé que necesitará en los próximos 2 años?

Sólo es válida una respuesta en cada columna

	Inversión en Banco Santander	Inversión total
Más del 75%		
Entre 50% y 75%		
Entre 25% y 50%		
Menos del 25%		
Nada		

C. Objetivos de inversión
8. Horizonte temporal - ¿Qué destino quiere darle a su inversión financiera?

Se contesta en % y son válidas múltiples respuestas en cada columna son. La suma de cada columna debe ser igual a 100%.

	En Banco Santander(%)	En total(%)
No preveo utilizar esta inversión, salvo imponderables		
Preveo disponer de ello entre 5 y 10 años		
Preveo disponer de ello entre 1 y 5 años		
Preveo disponer de ello antes de 1 año		

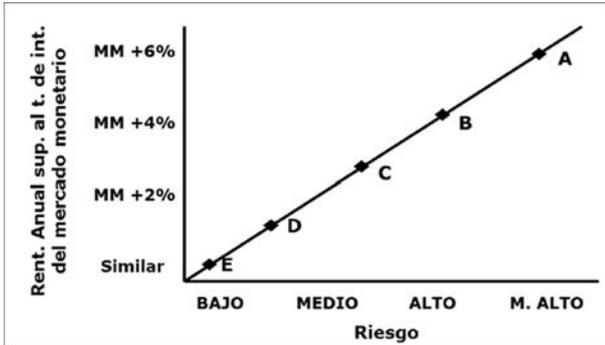
BORRADOR PARA SU FIRMA

Banco Santander, S.A. - Domicilio Social: Paseo de Pereda, 9-12. 39004 SANTANDER - R.M de Santander, Hoja 286, Folio 64, Libro 5º de Sociedades, Inscripción 1ª, C.I.F. A-39000014

0012013

9. Finalidad de la inversión, perfil rentabilidad-riesgo - Indique que frase define mejor la finalidad de su inversión, sabiendo que la rentabilidad está en función del riesgo

Sólo es válida una respuesta.



A. Búsqueda de la máxima rentabilidad posible, con independencia de que el riesgo se incremente significativamente y sea muy alto.

B. Obtener un rendimiento anual significativamente superior al tipo de interés del mercado monetario, asumiendo que para conseguirlo el nivel de riesgo puede ser alto según la evolución de los mercados.

C. Conseguir un crecimiento de la inversión alrededor del 2-3% superior al tipo de interés del mercado monetario con un riesgo medio.

D. Incrementar el capital invertido con una rentabilidad ligeramente superior al tipo de interés del mercado monetario y con un riesgo muy controlado.

E. Mantener el valor financiero de la inversión, asumiendo el mínimo riesgo.

10. Comportamiento ante pérdidas - ¿Cómo se comportaría ante descensos fuertes y generalizados de los mercados?

Sólo es válida una respuesta

- a) Aprovecharía para aumentar mi inversión buscando la máxima rentabilidad posible.
- b) Mantendría mi inversión, aún a costa de posibles pérdidas adicionales.
- c) Vendería parte de mi inversión para minimizar posibles pérdidas adicionales.
- d) Vendería toda mi inversión con exposición al mercado para evitar posibles pérdidas adicionales.
- e) Es imposible que esto me sucediera ya que nunca invierto en activos que puedan bajar fuertemente.

11. Pérdida Máxima - En función de las fluctuaciones del mercado, ¿qué pérdida máxima estaría dispuesto a asumir en los distintos periodos? (marcar una casilla por cada periodo)

Se debe marcar una respuesta en cada periodo.

Periodo	0%	0% - 5%	5% - 10%	+10%
1 mes				
1 año				
3 años				

Pérdida máxima asumida

0€	0€-25.000€	25.000€-50.000€	+50.000€
----	------------	-----------------	----------

Ejemplo de posible pérdida con una inversión global de 500.000€

D. Otros datos necesarios para la evaluación de la idoneidad

12. Edad - ¿En qué franja de edad se sitúa?

Sólo es válida una respuesta

- Más de 70 años.
- Entre 30 y 70 años.
- Menos de 30 años.

Anexo 2

Test de idoneidad para personas jurídicas (Santander Private Banking)

Test de idoneidad y conveniencia para personas jurídica C0014

Nombre cliente:	:	Documento cliente:
Nombre representante:	:	Documento representante:
Fecha de realización:		

En el ámbito de aplicación de la Directiva Europea de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), las entidades financieras deben obtener determinada información de sus clientes que les permita adecuar, a su perfil personal, sus recomendaciones sobre inversiones financieras y el servicio de gestión discrecional de cartera. Por ello, el presente test, con el propósito de actuar en el mejor interés del cliente, tiene por objeto evaluar su situación financiera, conocimientos y experiencia sobre determinados productos financieros, y objetivos de inversión.

Agradecemos su colaboración y quedamos a su disposición para aclarar cualquier duda o pregunta que usted pudiera tener al respecto.

Resultado del Test de Conveniencia

Por sus respuestas consideramos que Usted tiene

Perfil inversor a resultas del Test de Idoneidad:

De acuerdo con dicho perfil,

A. Conocimientos y experiencia

1. Profesión del representante que realiza el test- ¿Ha recibido usted formación o ha ejercido algún cargo profesional (incluyendo en banca y finanzas) que le haga estar directamente relacionado con los instrumentos financieros y mercados de valores?

Sólo es válida una respuesta

- a) Sí , durante mas de un año.
- b) No, pero soy empresario, profesional liberal, directivo o ejecutivo de empresa o funcionario de grado superior, con conocimiento de los mercados financieros.
- c) No, pero la entidad que represento dispone de una dirección financiera o especialistas financieros que valoran las operaciones sobre instrumentos financieros.
- d) No.

2- Nivel de cultura financiera del representante que realiza el test - ¿Qué conocimientos tiene usted sobre los instrumentos financieros y mercados de valores?

Sólo es válida una respuesta

- a) No conozco nada del funcionamiento de las bolsas y mercados financieros, ni los riesgos que conlleva.
- b) Conozco los conceptos generales del funcionamiento de las, bolsas, y mercados financieros, como tipos de interés, inflación, tipo de cambio o evolución de los resultados empresariales, y entiendo que afectan al valor de mis inversiones.
- c) Entiendo los mercados de valores, los productos financieros y los riesgos derivados de invertir en los mismos (riesgo de crédito, mercado, liquidez, etc.). Sé que los productos considerados complejos, como por ejemplo los estructurados, pueden verse afectados por múltiples variables.
- d) Sé como funcionan y los riesgos que implican los productos financieros, incluidos los de mayor complejidad: derivados y estructurados, deuda subordinada y preferentes, fondos de gestión alternativa y, en general, los considerados complejos. Estoy familiarizado con términos técnicos como volatilidad, put, call o correlación.

3- Experiencia como inversor de la Entidad - En el caso de la sociedad que representa haya contratado alguno de los siguientes productos y servicios financieros, indique la frecuencia de la contratación y/o las posiciones vivas que mantiene.

Debe contestarse una respuesta (columna) para cada tipo de producto. Si no ha contratado en los últimos 3 años y no mantiene ninguna posición viva se marcará la columna "ninguna".

	Nº operaciones en los últimos 3 años y/o posiciones vivas		
	2 ó más	1	Ninguna
a) Depósitos bancarios e imposiciones a plazo fijo (IPFs)			
b) Renta fija pública o privada no compleja			
c) Renta variable cotizada			
d) Fondos, Planes, Seguros de inversión con riesgo tomador y ETFs no estructurados			
e) Productos estructurados con garantía de capital (ya sean planes, seguros estructurados de inversión con riesgo tomador, depósitos o bonos) y fondos con objetivo de preservación de capital			
f) Productos estructurados sin garantía de capital (ya sean pasivos financieros, fondos, bonos, ETFs o seguros estructurados de inversión con riesgo tomador)			
g) Bonos convertibles y bonos de titulización complejos			
h) Participaciones preferentes, deuda subordinada, y otra renta fija con derivados implícitos (complejos)			
i) Productos inmobiliarios			
j) Productos de capital riesgo o de gestión alternativa y renta variable no cotizada			
k) Derivados en mercados organizados (opciones, futuros, warrants, etc..)			
l) Derivados OTC (opciones a medida, swaps, etc ..)			

4. Patrimonio/Activos mobiliarios de la Entidad - La inversión que realiza a través de Banco Santander, ¿qué porcentaje supone sobre el patrimonio de la Entidad?

Sólo es válida una respuesta en cada columna

	Sobre su patrimonio financiero	Sobre su patrimonio total
Más del 75%		
Entre 50% y 75%		
Entre 25% y 50%		
Menos del 25%		

5. Compromisos financieros de la Entidad - Indique qué porcentaje de las rentas que genera su patrimonio financiero son necesarias para financiar sus gastos corrientes

Sólo es válida una respuesta

- a) Más del 75%
- b) Entre 50% y 75%
- c) Entre 25% y 50%
- d) Menos del 25%
- e) Nada

6. Necesidades de liquidez - ¿Qué parte del patrimonio que la Entidad mantiene invertido en instrumentos financieros prevé que necesitará en los próximos 2 años?

Sólo es válida una respuesta en cada columna

	Inversión en Banco Santander	Inversión total
Más del 75%		
Entre 50% y 75%		
Entre 25% y 50%		
Menos del 25%		
Nada		

7. Horizonte Temporal - ¿Qué destino se quiere dar a la inversión financiera de la entidad?

Se contesta en % y son válidas múltiples respuestas en cada columna con. La suma de cada columna debe ser igual a 100%.

	En Banco Santander(%)	En total(%)
No se prevé utilizar esta inversión, salvo imponderables		
Se prevé disponer de ello entre 5 y 10 años		
Se prevé disponer de ello entre 1 y 5 años		
Se prevé disponer de ello antes de 1 año		

BORRADOR PARA SU FIRMA
NO VALIDO PARA SU FIRMA

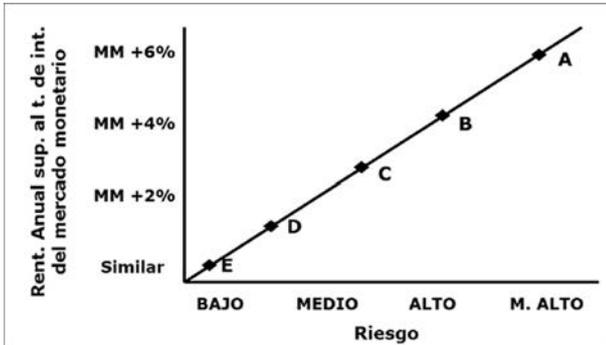
Banco Santander, S.A. - Domicilio Social: Paseo de Pereda, 9-12. 39004 SANTANDER - R.M de Santander, Hoja 286, Folio 64, Libro 5º de Sociedades, Inscripción 1ª, C.I.F. A-39000014

0012013

C. Objetivos de inversión

8. Finalidad de la inversión, perfil rentabilidad-riesgo - Indique qué casilla define mejor la finalidad de inversión de la Entidad, sabiendo que la rentabilidad está en función del riesgo

Sólo es válida una respuesta.



A. Búsqueda de la máxima rentabilidad posible, con independencia de que el riesgo se incremente significativamente y sea muy alto.

B. Obtener un rendimiento anual significativamente superior al tipo de interés del mercado monetario, asumiendo que para conseguirlo el nivel de riesgo puede ser alto según la evolución de los mercados.

C. Conseguir un crecimiento de la inversión alrededor del 2-3% superior al tipo de interés del mercado monetario con un riesgo medio.

D. Incrementar el capital invertido con una rentabilidad ligeramente superior al tipo de interés del mercado monetario y con un riesgo muy controlado.

E. Mantener el valor financiero de la inversión, asumiendo el mínimo riesgo.

9. Comportamiento ante pérdidas - Ante descensos fuertes y generalizados de los mercados, ¿cómo se comportarían los órganos de decisión de la Entidad?

Sólo es válida una respuesta

- a) Aprovecharían para aumentar la inversión buscando la máxima rentabilidad posible.
- b) Mantendrían la inversión, aún a costa de posibles pérdidas adicionales.
- c) Venderían parte de la inversión para minimizar posibles pérdidas adicionales.
- d) Venderían toda la inversión con exposición al mercado para evitar posibles pérdidas adicionales.
- e) Es imposible que esto sucediera ya que nunca esta Entidad invierte en activos que puedan bajar fuertemente.

10. Pérdida Máxima - En función de las fluctuaciones del mercado, ¿qué pérdida máxima estarían dispuestos a asumir los órganos de decisión de la Entidad, en los distintos periodos? (marcar una casilla por cada periodo)

Se debe marcar una respuesta en cada periodo.

Periodo	0%	Entre el 0% i el 5%.	Entre el 5% i el 10%.	+10%
1 mes				
1 año				
3 años				

Pérdida máxima asumida

0€	0€-25.000€	25.000€-50.000€	+50.000€
----	------------	-----------------	----------

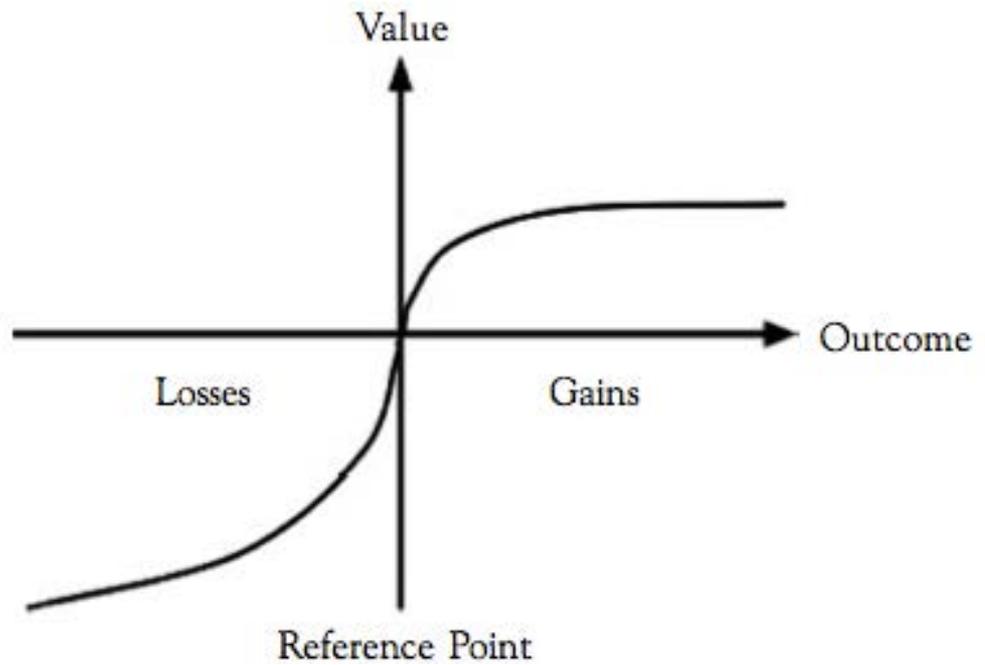
Ejemplo de posible pérdida con una inversión global de 500.000€

Anexo 3

Figura 1. Reacción del inversor ante pérdidas y ganancias



Figura 2. Función hipotética de valor



Fuente: Dungore, P. (2011), "An analytical study of psychological facets affecting rationality: from the investors' perspective."

Bibliografía

Alvargonzález, V. (29 Noviembre 2014), "Consejos para inversores no tan conservadores", *Elconfidencial.com*. Disponible en: http://blogs.elconfidencial.com/mercados/telon-de-fondo/2014-11-29/consejos-para-inversores-no-tan-conservadores_511777/ [consulta: 16/03/2015]

Ariely, D. (2008), *Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions*. HarperCollins, Nueva York.

"Cada español se ha gastado 61,5 euros en lotería de Navidad", *Antena3.com* (22 Diciembre 2014). Disponible en http://www.antena3.com/especiales/loteria-navidad/2014/cada-espanol-gastado-615-euros-loteria-navidad_2014122000272.html [consulta: 16/03/2015]

Dungore, P. (2011), "An analytical study of psychological facets affecting rationality: from the investors' perspective", *IUP Journal of Behavioral Finance* 8 (4), 41-48.

Fama, E. (1991), "Efficient capital markets: II", *The Journal of Finance* 46 (5), 1575.

Fama, E. (1998), "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", Artículo, Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business, University of Chicago.

"FranklinTempletonTV", *Youtube.com*. Disponible en: <https://www.youtube.com/user/FranklinTempletonTV> [consulta: 15/03/2015]

"GlobeSmart", *Aperianglobal.com*. Disponible en: <http://corp.aperianglobal.com/globesmartn> [consulta: 16/03/2015]

Kahneman, D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux, Nueva York.

Tversky, A. y Kahneman, D. (1974), "Judgment under uncertainty: heuristics and biases", *Science* 185 (4157), 1129.

Korniotis, G. y Kumar, A. (2013), "Do portfolio distortions reflect superior information or psychological biases?", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48 (1), 2-4.

Martínez, J. (2003), "Refutación de la Hipótesis de los Mercados Eficientes", Artículo, Universidad de A Coruña, 2-20.

Mitroi, A. y Oproiu, A. (2014), "Behavioral finance: new research trends, socioeconomics and investor emotions", *Theoretical and Applied Economics* 11 (4), 154-164.

Mitroi, A. y Stancu, I. (2013), "Biases, anomalies, psychology of a loss and individual investment decision making", Artículo, University of Bucharest, 4-9.

Montier J. (2006), "Behaving badly", Artículo, DrKW Macro Research, 2-4.

Montier, J. (2007), "Behavioral investing: a practitioner's guide to applying behavioral finance", Artículo, The Brandes Institute, 1-6.

Odean, T. (1998), "Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average", *The Journal of Finance*, 53 (6), 1888-1890.

Prasad, H. y Mohta, B. (2012), "Loss aversion and overconfidence: does gender matter?", *Annamalai International Journal Of Business Studies and Research* 4 (1), 48-54.

"Welzia Management analiza los 15 sesgos conductuales del inversor", *fundspeople.com*. Disponible en <http://www.fundspeople.com/noticias/welzia-analiza-los-15-sesgos-conductuales-del-inversor-135196> [consulta: 16/03/2015]

Wesley, D. (2009), "The Credit Suisse Christian values fund", Tesis doctoral, Northeastern University, 1-7.

