



# **Economía conductual para la protección del inversor**

Recomendaciones prácticas para  
inversores, entidades y reguladores

María Eugenia Cadenas Sáez

Documentos de Trabajo  
Nº 70





---

# **Economía conductual para la protección del inversor**

## **Recomendaciones prácticas para inversores, entidades y reguladores**

María Eugenia Cadenas Sáez  
Subdirección de Educación Financiera  
Departamento de Estrategia e Innovación

**Documento de Trabajo**

**Nº 70**

Febrero 2020

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Documento de Trabajo con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en este Documento de Trabajo reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

# Índice

|   |  |    |
|---|--|----|
| 1 | Introducción   | 7  |
| 2 | Concepto y fundamentos básicos de la economía conductual             | 9  |
| 3 | El proceso de toma de decisiones financieras                         | 11 |
| 4 | Aplicabilidad de la economía conductual a la protección del inversor | 17 |
| 5 | Estrategias de mitigación de los sesgos conductuales                 | 21 |
| 6 | Recomendaciones finales  | 33 |
| 7 | Conclusiones   | 35 |
|   | Bibliografía   | 37 |



# 1 Introducción

La teoría económica tradicional se ha ocupado desde sus orígenes de la manera en que los sujetos toman sus decisiones de inversión, ahorro y gasto. Para ello se ha basado en las premisas de que los sujetos saben lo que quieren, utilizan la información disponible de una manera dirigida a conseguir sus objetivos y comprenden perfectamente los riesgos y beneficios de sus decisiones financieras. Sin embargo, los numerosos descubrimientos sobre el funcionamiento del cerebro humano realizados en los últimos años, procedentes de disciplinas como la psicología, la neurología o la neurofisiología, revelan que esto no es así y que las personas con frecuencia desconocen sus preferencias, utilizan incorrectamente la información disponible y no comprenden bien los riesgos que asumen.

La economía conductual estudia precisamente esta circunstancia —los comportamientos humanos reales en un mundo real— para desarrollar a partir de ello modelos económicos más precisos y prácticos que los facilitados por la teoría económica neoclásica. En consecuencia, la economía conductual tiene en cuenta aquellos factores sutiles y no tan sutiles que subyacen a las decisiones financieras. Esta disciplina supone un intento de analizar las pautas y sesgos del comportamiento de las personas y, a partir de ellos, predecir modelos de comportamiento.

Las investigaciones realizadas en el ámbito de la economía conductual muestran que la mayoría de estas pautas o sesgos son predecibles. Estos hallazgos abren nuevas posibilidades a lograr una mejor comprensión del comportamiento de los inversores y, por tanto, a complementar la regulación existente para su protección.

El presente documento de trabajo tiene como objetivo recoger una serie de propuestas dirigidas a inversores, entidades y reguladores que faciliten la aplicación práctica de las principales premisas de esta disciplina a la protección del inversor. Para ello, se recogerán primeramente los fundamentos básicos en los que se asienta la economía conductual. A continuación se analizará su papel en la protección del inversor y, finalmente, se recogerán los principales campos de aplicación práctica de dicha disciplina a este ámbito.





## 2 Concepto y fundamentos básicos de la economía conductual

La economía conductual ha cobrado especial relevancia con ocasión de la concesión en 2017 del Premio Nobel de Economía al economista Richard H. Thaler y, en 2002, al catedrático de psicología de la Universidad de Princeton, Daniel Kahneman. Lo que ambos autores ponen de relieve es, en esencia, que los sujetos no son seres plenamente racionales y que esa racionalidad limitada afecta al comportamiento de los mercados.

Aunque la circunstancia de que los sujetos no son seres plenamente racionales es bien conocida desde hace mucho tiempo en otros campos, como el de la psicología o la publicidad, sí constituye una novedad el hecho de que la economía comience a tener en cuenta aspectos sociológicos, antropológicos y psicológicos para explicar el funcionamiento de los mercados y el comportamiento de los inversores.

Por tanto, la economía conductual no surge como contraposición a la teoría económica neoclásica sino como una disciplina que la complementa y la enriquece al aportar conocimiento procedente de la psicología, las neurociencias, la antropología o la sociología para entender mejor el proceso de toma de decisiones económicas de los individuos. En palabras de Richard Thaler, la economía conductual *ha dotado a los economistas de una mayor riqueza de herramientas analíticas y experimentales para comprender y predecir el comportamiento humano*.

A continuación se recogen los principales matices que aporta la economía conductual a la teoría económica neoclásica:

| <b>Premisas de la teoría económica neoclásica</b>   | <b>Premisas de la economía conductual</b>   |
|---|---|
| Los sujetos son plenamente racionales.  | Los sujetos tienen una racionalidad limitada.   |
| Los sujetos saben lo que quieren.   | Los sujetos desconocen frecuentemente sus preferencias.   |
| Los sujetos tienen una capacidad cognitiva ilimitada para conocer perfectamente las implicaciones de cada una de las opciones disponibles y adoptar aquella que maximice su beneficio.  | Los sujetos disponen de una capacidad de cálculo limitada y aspiran únicamente a adoptar la decisión más satisfactoria y no la que maximiza su beneficio.   |
| Los sujetos toman sus decisiones de inversión, ahorro y gasto utilizando la información disponible de una manera dirigida a conseguir sus objetivos.  | Los sujetos adoptan habitualmente sus decisiones considerando normas sociales y expectativas, y siguiendo patrones de cooperación. Sus preferencias dependen del contexto en el que se encuentren y de sus propios modelos mentales.                      |
| Las preferencias de los sujetos son estables y consistentes. No cambian ni varían en el tiempo.   | Las preferencias de los individuos pueden cambiar.  |
| Las preferencias de los individuos no están influidas por su propio historial de toma de decisiones ni por factores externos como las convenciones sociales, su entorno o los medios de comunicación.   | El ser humano es un ser social que adopta decisiones en el marco de un contexto que influye de manera determinante en la decisión finalmente adoptada.  |
| Los sujetos son maximizadores a la hora de tomar decisiones, buscando obtener la máxima utilidad en sus decisiones. El sujeto maximizador compara todas las opciones posibles para elegir la óptima.  | Los sujetos son satisfactorios. Los individuos carecen de capacidad ilimitada de procesamiento de información y optan por adoptar la decisión más satisfactoria. Les basta con tomar una decisión suficientemente buena, aunque no necesariamente óptima. |
| El proceso de adopción de decisiones está basado en el análisis y cálculo cuidadosos de todas las opciones disponibles.   | La economía conductual considera que las emociones y la intuición tienen un papel fundamental en el proceso de toma de decisiones.  |
| La manera o marco en el que se presentan las opciones y oportunidades no debería afectar a la toma de decisiones por parte de los individuos. La elección de la mejor opción no debería ser sensible a la manera en que están encuadradas las opciones y, por tanto, debería ser independiente del contexto en el que se realiza. | El contexto en el que los individuos adoptan sus decisiones afecta a la manera en que se contemplan las opciones. Si se cambia el marco, se pueden cambiar las elecciones que realizan los sujetos.   |

## 3 El proceso de toma de decisiones financieras

### 3.1 Consideraciones generales

La toma de decisiones es el proceso en el que se debe elegir entre dos o más alternativas. Se desarrolla en cualquier contexto de la vida cotidiana, ya sea personal o profesional. En el proceso decisorio intervienen, por un lado, la capacidad analítica —la facultad de evaluar y comprender el contexto en el que se adopta una decisión y sus posibles repercusiones— y, por otro lado, las emociones —los estados psicológicos en los que se encuentra la persona que toma la decisión—.

A diferencia de la teoría económica neoclásica, que considera que el proceso de adopción de decisiones está basado en el análisis y cálculo cuidadosos de todas las opciones disponibles, la economía conductual considera que las emociones y la intuición tienen un papel fundamental en este proceso. Por tanto, la economía neoclásica otorga un papel predominante a la racionalidad del sujeto en detrimento de su faceta emocional, mientras que la economía conductual considera que esta última tiene un papel protagonista en la toma de decisiones.

A este respecto, Daniel Kahneman en su obra *Thinking, Fast and Slow* (2011) distingue dos sistemas de pensamiento, el sistema 1 (pensamiento rápido) que opera de manera rápida y automática con poco o ningún esfuerzo y sin sensación de control voluntario, y el sistema 2 (pensamiento lento) que se centra en actividades mentales que demandan esfuerzos (incluidos los cálculos complejos). Los dos sistemas interactúan y están siempre activos. El sistema 1 hace sugerencias constantemente al sistema 2 en forma de impresiones, intuiciones, intenciones y sensaciones. Si cuentan con la aprobación del sistema 2, las impresiones e intuiciones se vuelven creencias y los impulsos se convierten en acciones voluntarias. Generalmente, ambos sistemas funcionan sin complicaciones, de modo que el sistema 2 acepta las sugerencias del sistema 1. Solo cuando el sistema 1 encuentra alguna dificultad, recurre al sistema 2 para que sugiera un procedimiento más detallado y preciso que pueda resolver el problema. Este reparto del trabajo entre ambos sistemas minimiza el esfuerzo y optimiza la ejecución. El sistema 1 funciona adecuadamente, sus predicciones a corto plazo suelen ser apropiadas y sus respuestas iniciales son rápidas y generalmente ajustadas. Sin embargo, este sistema tiene sesgos o errores sistemáticos que es propenso a cometer en circunstancias específicas. Por su parte, el sistema 2 es un proceso lento que consume mucha energía.

| Sistema 1    | Sistema 2    |
|--------------|--------------|
| Rápido       | Lento        |
| Instintivo   | Analítico    |
| Emocional    | Estructurado |
| Automático   | Lógico       |
| Inconsciente | Consciente   |

Esta dualidad en el modo de pensamiento ha sido estudiada y sistematizada desde hace décadas en el campo de la psicología, por ejemplo por Keith Stanovich y Richard West<sup>1</sup>, si bien en la antigüedad ya era conocida o al menos se sospechaba de su existencia<sup>2</sup>. En esencia, en la toma de decisiones influiría un modo de pensamiento basado en las emociones e intuiciones que produce respuestas rápidas y automáticas, y un modo de pensamiento más racional que dirige la atención a las actividades mentales que así lo demanden.

Por tanto, intuición y razonamiento serían los dos modos de pensamiento. El primero es responsable de las impresiones y juicios rápidos, y el segundo es mucho más lento, requiere más esfuerzo y debe controlarse deliberadamente.

El sistema 1 realiza la mayoría de las decisiones diarias con un resultado razonablemente bueno, exceptuando los sesgos o errores que puedan producirse. El sistema 2 actúa únicamente para resolver cuestiones difíciles que requieren análisis y capacidad crítica.

En consecuencia, las investigaciones de Kahneman demuestran que los humanos no están bien descritos en el modelo de agente racional y que sus decisiones están afectadas por las *veleidades* del sistema 1 y la *pereza* del sistema 2. En efecto, aunque la intuición o el sistema 1 es muy eficiente para tomar decisiones complicadas, sus resultados no son siempre correctos. Esto se debe a la existencia de los sesgos antes mencionados, es decir, a ciertos trucos o atajos mentales (que conforman la llamada *heurística*) que ayudan a simplificar la gran cantidad de procesos mentales que se llevan a cabo constantemente y a hacer más llevadera la vida diaria.

### 3.2 Sesgos en la toma de decisiones de inversión

Como se ha mencionado en el apartado anterior, las personas no siempre realizan elecciones de una manera racional y crítica. De hecho, la mayoría de las decisiones se adopta siguiendo procesos intuitivos y automáticos en vez de procesos analíticos y controlados. En este contexto, tal y como ha identificado la literatura científica, este modo de pensar rápido e intuitivo está sometido a la influencia de los sesgos que llevan a las personas a adoptar decisiones que son previsiblemente equivocadas. En el ámbito de la toma de decisiones de inversión, los sesgos más comunes son los siguientes:

---

1 Stanovich, K. y West, R. (2000), *Individual Differences in Reasoning. Implications for the Rationality Debate?* en Behavioral and Brain Sciences, núm. 23, Cambridge: Cambridge University Press, págs. 645-665

2 La dicotomía entre razón y emoción ha sido analizada por numerosos filósofos y pensadores. A modo de ejemplo véase, entre otras muchas obras, *La República* de Platón, *La Retórica* de Aristóteles, *Pasiones del alma* de René Descartes o *La ética demostrada según el orden geométrico* de Baruch Spinoza.

- **Exceso de confianza.** Tendencia a sobreestimar los conocimientos y juicios subjetivos y considerarlos certeros. A la hora de adoptar decisiones y realizar pronósticos, se sobrevaloran los conocimientos y la experiencia personal sin tener en cuenta la diferencia entre lo que se sabe realmente y lo que se cree saber. El exceso de confianza puede llevar al inversor a considerar que la probabilidad de que su inversión fracase es menor de lo que realmente es. El inversor sobreconfiado infravalora los riesgos de su inversión y sobreestima las ganancias esperadas de la misma.
- **Ilusión de control.** Tendencia a sobreestimar la posibilidad de influir en algo sobre lo que objetivamente no se tiene ningún control. Este sesgo puede llevar a que se asuma un nivel de riesgo superior al adecuado al confiar en que se controlan los vaivenes del mercado gracias a los análisis realizados y la información de la que se dispone.
- **Confirmación.** Interpretación de la información ya existente o búsqueda de una nueva para corroborar convicciones o ideas previas. De esta forma, los inversores buscan o interpretan la información de modo selectivo con el objetivo de respaldar sus opiniones en lugar de recabar argumentos o informes críticos con estas, con el consiguiente riesgo de realizar una inversión desacertada.
- **Anclaje.** Predisposición a dar más peso a la información obtenida en primer lugar que a una nueva que la contradice. Su denominación se debe a que esas ideas previas en ocasiones suponen verdaderas anclas difíciles de soltar. En el mundo de la inversión se aprecia con frecuencia este sesgo, por ejemplo, cuando se presenta en primer lugar la rentabilidad de un producto de inversión y ya no se consideran otros datos no tan positivos como los riesgos asociados, o se toma como referencia de la evolución de una acción el precio que tuvo en el pasado.
- **Autoridad.** Tendencia a sobreestimar las opiniones de determinadas personas por el mero hecho de ser quienes son y sin someterlas a un enjuiciamiento previo. Puede suceder que se realice una inversión únicamente porque la recomienda o la aconseja un familiar o un amigo sin realizar ningún análisis adicional y sin tener en cuenta las necesidades y el perfil de riesgo propios.
- **Efecto halo.** Predisposición a enjuiciar a una persona o institución sobre la base de una única cualidad positiva o negativa que hace sombra a todas las demás. Es un sesgo muy frecuente en el ámbito de la inversión, de manera que se tiende a calificar un producto financiero como bueno o malo tomando como referencia un único dato —por ejemplo, los resultados de la empresa o la popularidad del comercializador o gestor del producto financiero en cuestión— sin considerar que ese producto financiero puede no ser adecuado para el objetivo de inversión pretendido o para el perfil de riesgo propio.
- **Prueba social.** Tendencia a imitar las acciones que realizan otras personas bajo la creencia de que se está adoptando el comportamiento correcto. Este sesgo se da en situaciones en las que el sujeto no tiene una idea definida de cómo comportarse y se deja guiar por las conductas de otros, asumiendo que tienen más conocimiento. En la toma de decisiones de inversión, el inversor podría verse

arrastrado por las decisiones de otras personas y realizar inversiones que no le favorecen únicamente porque otros lo hacen.

- **Descuento hiperbólico.** Propensión a elegir recompensas más pequeñas e inmediatas frente a recompensas mayores y alejadas en el tiempo. Se debe a que la inmediatez de las recompensas tiene un gran poder de atracción. El descuento hiperbólico puede llevar a que el inversor deshaga una inversión pensada a largo plazo y adecuada para su perfil debido a una evolución eventualmente atractiva de los mercados o la aparición de productos financieros más rentables, alterando así los objetivos iniciales y conllevando costes y riesgos asociados.
- **Aversión a las pérdidas.** Tendencia a considerar que las pérdidas pesan más que las ganancias. Es decir, el miedo a perder algo supone un incentivo mayor que la posibilidad de ganar algo de valor semejante. A la hora de invertir puede suceder que, con tal de no incurrir en pérdidas, se mantenga una inversión con mínimas perspectivas de recuperación y se acabe perdiendo todo lo invertido.

Asimismo, este sesgo puede derivar en el denominado efecto de miopía, especialmente perjudicial para inversores a largo plazo, y que hace que estos evalúen continuamente el valor de su cartera y sobrereaccionen a noticias y eventos que se producen en el corto plazo. La miopía hace que el inversor pierda la perspectiva de su inversión y de los sucesos que la afectan.

- **Statu quo.** Tendencia a tomar como punto de referencia la situación actual y cualquier cambio con respecto a ese punto se percibe como una pérdida.
- **Predisposición al optimismo.** Tendencia a sobreestimar la probabilidad de experimentar situaciones positivas y subestimar las posibilidades de experimentar situaciones negativas. En definitiva, pesa más el optimismo que el realismo.
- **Falacia del coste hundido.** Tendencia a mantener una inversión que ha generado o está generando pérdidas ante el temor a perder lo que ya se ha invertido.

Aunque los sesgos anteriormente enumerados pueden afectar a diversos ámbitos, cobran especial relevancia en el ámbito de los mercados financieros por las siguientes razones:

- La mayoría de los consumidores consideran que los productos financieros son complejos. La adopción de decisiones financieras puede ser difícil y consumir mucho tiempo. Por este motivo, los consumidores pueden adolecer de falta de motivación para dedicar tiempo y esfuerzo a tomar una decisión debidamente informada sobre sus productos financieros. Asimismo, debido a la complejidad inherente a dichos productos, al poco interés que despiertan en la mayoría de las personas y a las propias limitaciones cognitivas de estas, los conceptos y rasgos asociados a los productos financieros pueden resultar difíciles de entender.
- La mayoría de las decisiones financieras requiere asumir un cierto grado de riesgo e incertidumbre.

- Muchas decisiones financieras son emocionales. La toma de decisiones financieras puede estar dominada en numerosas ocasiones por emociones tales como la ansiedad, el miedo a la pérdida, el exceso de optimismo o un estado de sobreexcitación.

### **3.3 Economía conductual y toma de decisiones financieras**

Hasta la irrupción de la economía conductual, los modelos económicos tradicionales consideraban que la adopción de decisiones financieras era un proceso perfectamente racional basado en las premisas de que las personas se comportan de manera individual y completamente racional, poseen información perfecta y buscan maximizar su propia utilidad por encima de cualquier otra consideración. Con el aporte de la psicología económica, la economía abandona así su enfoque tradicional y reduccionista y empieza a tener en cuenta aspectos sociológicos, antropológicos y psicológicos que influyen en el funcionamiento de los mercados.

Como se ha podido observar en el apartado anterior, los hallazgos de la economía conductual muestran que los seres humanos no son tan racionales como se pensaba y están motivados por prejuicios cognitivos inconscientes e influencias externas.

Este nuevo enfoque resulta muy útil no solo para los propios inversores, sino también para los reguladores de los mercados financieros. La economía conductual ayuda a entender mejor el desarrollo del proceso de toma de decisiones financieras y los diversos factores implicados en el mismo. Asimismo, supone una nueva forma multidisciplinar de entender la economía y conocer mejor a los consumidores financieros. Lógicamente, todo ello tiene consecuencias en la política regulatoria y, en particular, en la protección del inversor.





## 4 Aplicabilidad de la economía conductual a la protección del inversor

### 4.1 Cuestiones previas

Nuestro sistema jurídico de protección del inversor tiene varios pilares fundamentales: i) un conjunto de normas de conducta e intervención en el régimen contractual entre los inversores y los intermediarios, que incide tanto en la fase precontractual —contenido y forma del contrato— como en las obligaciones de información poscontractuales; ii) el principio de transparencia informativa, que vincula tanto a emisores como a intermediarios; iii) una regulación prudencial relativa a la organización interna y la solvencia de las empresas de servicios de inversión y restantes sujetos obligados; iv) un sistema de autorización y supervisión por un organismo regulador independiente (CNMV) de las empresas de servicios de inversión, de los emisores y de los restantes sujetos a quienes abarca la regulación —incluye el ejercicio de la potestad normativa y de la potestad sancionadora—; y (v) un sistema procesal, tanto arbitral como judicial, que permite a los inversores formular reclamaciones o demandas en aquellos casos en los que entiendan que se han visto perjudicados por alguna conducta de los emisores o de los intermediarios. Asimismo, este sistema de protección del inversor se complementa con el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)<sup>3</sup>.

Una de las premisas básicas en las que se articula todo este sistema es la capacidad de los inversores de tomar decisiones completamente fundadas y racionales, entre otras cosas, sobre la base de la información proporcionada. Sin embargo, como se ha podido observar, esta premisa no se ajusta exactamente a la realidad de la psicología humana: que las personas son parcialmente racionales y que actúan según impulsos emocionales y sometidas a ciertas limitaciones cognitivas.

En consecuencia, el tradicional análisis del comportamiento de los individuos tiene sus limitaciones. Por este motivo, la visión más realista y amplia del comportamiento humano que aporta la economía conductual puede facilitar el diseño de políticas que sean más eficaces para la protección del inversor. En efecto, los experimentos realizados muestran que los sesgos en los comportamientos de los agentes existen y que estos no han sido abordados de manera clara por parte de las regulaciones en los mercados financieros. Por esta razón, este conocimiento debe incorporarse en los procesos regulatorios a fin de formular normativas más eficaces.

---

3 Fernández de Aroz Gómez-Acebo, Alejandro. Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria. Diario La Ley, N° 8549, Sección Doctrina, 28 de Mayo de 2015, Ref. D-212, Editorial LA LEY

## 4.2 Aspectos clave en la aplicación de la economía conductual a la protección del inversor

La aplicación de los hallazgos de la economía conductual a la protección del inversor está sometida necesariamente a un proceso de observación de una serie de cuestiones que puede dividirse en dos etapas:

- i) Etapa 1: Identificar y priorizar los sesgos a los que están sometidos los inversores. Fases de la adopción de decisiones de inversión.
- ii) Etapa 2: Especificar intervenciones efectivas para evitar esos sesgos.

### **Etapa 1: Identificar y priorizar los sesgos a los que están sometidos los inversores. Fases de la adopción de decisiones de inversión.**

La toma de decisiones de inversión es un proceso dinámico y complejo que puede estructurarse en tres fases o momentos, no necesariamente lineales, en los que el inversor entra en contacto en cada una de ellas con algún aspecto del producto de inversión o de la institución que lo comercializa, creándose una primera impresión sobre ambos. En estos momentos, juegan un papel muy importante las emociones, el pensamiento y el lenguaje, que son los elementos clave para la adopción de decisiones de cualquier tipo. Asimismo, en cada una de estas fases, se dan determinados sesgos de comportamiento que es necesario que el inversor conozca para aminorar sus consecuencias. Dichos momentos son:

- i) **Búsqueda de información.** El primer momento en que el inversor tiene contacto con un producto de inversión o la entidad que lo comercializa se produce cuando busca activamente información sobre los mismos —búsqueda por internet, visita a la entidad, anuncio de publicidad, consejo o conversación con alguna persona— y puede verse claramente influido por aspectos como los comentarios de foros, redes sociales, la atención al cliente o la publicidad.

Los sesgos más habituales en esta fase son el de confirmación, anclaje, autoridad, descuento hiperbólico, exceso de confianza, efecto halo y prueba social. El principal riesgo es que el inversor procese la información recibida sobre el producto o la entidad de manera sesgada y esto determine su decisión sin haber tenido en cuenta otros datos que pudieran ser relevantes.

- ii) **Selección y contratación del producto.** En este momento, el inversor se enfrenta al producto o a la entidad seleccionada y sigue condicionado por los sesgos mencionados en la etapa anterior, a los que se une el de aversión a las pérdidas y el de ilusión de control.

Asimismo, debido a que el comportamiento del ser humano está condicionado por el sesgo de aversión a las pérdidas y el de descuento hiperbólico, en esta etapa tiene mucha importancia la manera en que se presenta la información. El inversor tomará una decisión en función de cómo se le presenten las opciones; así por ejemplo, no responderá igual ante la probabilidad de ganar dinero que ante la de perderlo. Numerosos estudios demuestran que ante la opción de ganar

500 euros con seguridad o la de ganar 1000 euros con un 50% de probabilidad, la mayoría de los sujetos eligen la primera; sin embargo, si las opciones son perder 500 euros con seguridad o perder 1000 euros con un 50% de probabilidad, prefieren la segunda —con el consiguiente riesgo de perder 500 euros adicionales—. Así, aunque el valor esperado en ambas opciones es el mismo, la disposición es diferente en función de si lo que está en juego son ganancias o pérdidas.

- iii) **Seguimiento del producto.** Tras la contratación del producto, la siguiente fase es vigilar su evolución. En esta etapa, los principales sesgos que condicionan al inversor son el del descuento hiperbólico, el de *statu quo* y el de la falacia del coste hundido.

A modo de ejemplo, el descuento hiperbólico puede llevar a que el inversor deshaga una inversión pensada a largo plazo y adecuada para su perfil, debido a una evolución eventualmente atractiva de los mercados o a la aparición de productos financieros más rentables, alterando así los objetivos iniciales y conllevando costes y riesgos asociados. Asimismo, el inversor puede incurrir en la falacia del coste hundido —mantener una inversión con pérdidas continuas y sin posibilidad de recuperación y aun así conservar dicha inversión por no tener la sensación de haber perdido el dinero— en vez de deshacer la inversión para no seguir perdiendo más dinero en un futuro.

A continuación se recoge, a modo de resumen, una tabla con los sesgos más habituales en cada una de estas etapas:

| Momento del inversor                         | Sesgo   |
|--|---|
| <b>Búsqueda de información</b>               | Sesgo de confirmación<br>Sesgo de anclaje<br>Sesgo de autoridad<br>Sesgo de descuento hiperbólico<br>Sesgo de exceso de confianza<br>Efecto halo<br>Prueba social                                       |
| <b>Selección y contratación del producto</b> | Sesgo de confirmación<br>Sesgo de autoridad<br>Sesgo de descuento hiperbólico<br>Sesgo de exceso de confianza<br>Efecto halo<br>Prueba social<br>Sesgo de aversión a las pérdidas<br>Ilusión de control |
| <b>Seguimiento del producto</b>              | Sesgo del descuento hiperbólico<br><i>Statu quo</i><br>Falacia del coste hundido  |

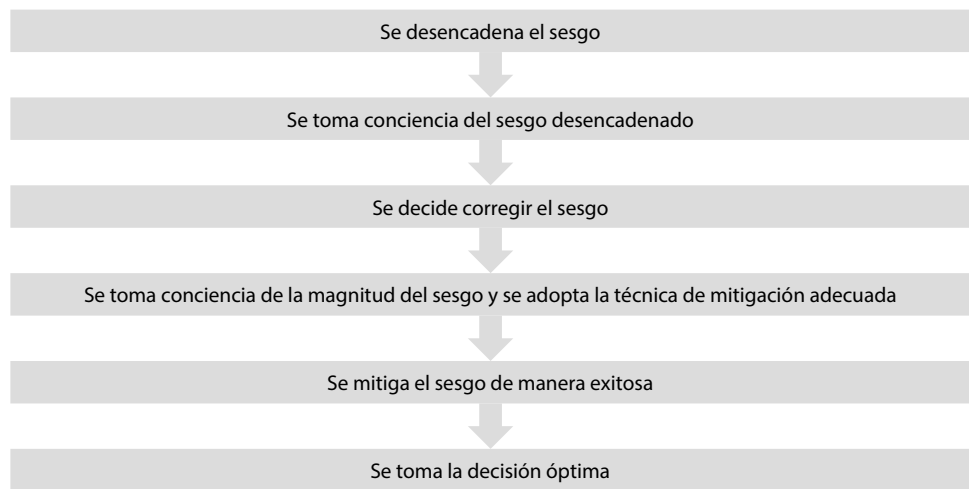
## **Etapas 2: Especificar intervenciones efectivas para evitar esos sesgos.**

Los sesgos a los que se ve sometido el inversor a la hora de tomar decisiones de inversión y los consiguientes riesgos asociados a ellos no pueden eliminarse, pero sí pueden mitigarse en gran medida (*debiasing*).

La mitigación de los sesgos abarca una amplia variedad de técnicas, procedimientos e intervenciones —que pueden implementarse a nivel personal e institucional— diseñados para eliminar o reducir los errores, las distorsiones u otras percepciones fallidas que se generan en el proceso de pensamiento y en la adopción de decisiones.

En este sentido, la propia configuración del cerebro hace que se produzcan errores de pensamiento sistemáticos cuyas principales causas se hallan en la interacción de los dos sistemas de pensamiento antes mencionados —genera un pensamiento estrecho y enmarcado en un determinado contexto y da lugar a una toma de decisiones sobre la base de informaciones parciales y sesgadas—. Estos errores generan una brecha entre la manera en que se forja el pensamiento y la forma en que sería deseable que se forjara, y la mitigación de los sesgos puede contribuir en gran medida a reducir esa brecha.

El proceso de mitigación de sesgos se desarrolla de la siguiente manera<sup>4</sup>:



En el siguiente apartado se recogerán las estrategias de mitigación que pueden adoptarse para aminorar los efectos de los sesgos cognitivos.

---

4 Véase *Mental contamination and mental correction: unwanted influences on judgments and evaluations*. Wilson TD, Brekke N. *Psychol Bull.* 1994;116:117–42

## 5 Estrategias de mitigación de los sesgos cognitivos

Las técnicas de mitigación son variadas y, según el objetivo pretendido, pueden clasificarse de la siguiente manera:

- Técnicas centradas en la provisión de formación para tomar una decisión.
- Técnicas centradas en la conformación y enmarcado del contexto en el que se toma una decisión.
- Técnicas cognitivas destinadas a interpretar de manera distinta los elementos que intervienen en la toma de una decisión.

Asimismo, según la técnica de que se trate, estas estrategias pueden desarrollarse por el propio inversor, por las entidades o por los reguladores.

### 5.1 Técnicas centradas en la provisión de formación para tomar una decisión

Una manera de evitar los sesgos en la adopción de decisiones es facilitar a la persona implicada las reglas y principios adecuados para adoptarla. En este sentido, la formación marca una diferencia a la hora de tomar una decisión, y en el ámbito financiero es probable que las personas con extensos conocimientos en economía los apliquen a la hora de adoptar una decisión financiera y eviten estos sesgos.

Sin embargo, además de tener estos conocimientos, es necesario saber identificar las situaciones en que deben ser aplicados y tener la suficiente motivación para hacerlo. Por ejemplo, una formación adecuada para tomar una decisión determinada puede no ser suficiente ante una intuición muy intensa que cohíba una reflexión más profunda.

El tipo más efectivo de formación es la capacitación específica en la adopción de decisiones que se realicen de inmediato y de forma reiterada. Ambos elementos conllevan la adquisición de experiencia y el dominio en la adopción de decisiones concretas. El principal reto que se plantea en este ámbito es que las personas puedan retener las habilidades aprendidas y aplicarlas de manera adecuada cuando la situación lo requiera, algo que precisa mucho entrenamiento.

En este sentido, en el ámbito de la toma de decisiones financieras, resulta particularmente importante la adquisición de una adecuada educación financiera desde edades muy tempranas y a lo largo de toda la vida. A este respecto, tal y como lo define

la OCDE, la educación financiera debe entenderse como el proceso por el cual los consumidores o inversores financieros mejoran su comprensión de los productos financieros, los conceptos y los riesgos, y a través de información, instrucción o asesoramiento objetivo desarrollan las habilidades y la confianza para ser más conscientes de los riesgos y oportunidades financieras, tomar decisiones informadas, saber a dónde ir para obtener ayuda y ejercer cualquier acción eficaz para mejorar su bienestar económico.

En este ámbito de la educación financiera es especialmente ventajosa la adquisición de conocimientos sobre la existencia de los sesgos cognitivos, el momento en el que se dan, los sesgos a los que se tiene mayor propensión y la manera en que pueden ser evitados. En ocasiones, el mero conocimiento de que existen estos sesgos puede llevar a mitigarlos<sup>5</sup>. En otros casos, la mitigación implica necesariamente un conocimiento profundo de uno mismo que debe combinarse con la observación y el entrenamiento constantes para evitar los sesgos. Más adelante, se describirán algunas técnicas cognitivas para realizar este entrenamiento.

En consecuencia, la adquisición de una adecuada formación constituye una técnica básica de mitigación de los sesgos a la que ha de unirse la práctica recurrente, la identificación de las situaciones en las que dicha formación debe ser aplicada y la motivación para ello. En el ámbito financiero dicha formación abarca no solo la adquisición de conocimientos relacionados con este entorno y el entrenamiento en las habilidades necesarias para adoptar decisiones financieras correctas, sino también la toma de conciencia de la existencia de los sesgos cognitivos, los momentos en que tienen mayor incidencia y la manera de obviarlos.

## **5.2 Técnicas centradas en la conformación y enmarcado del contexto en el que se toma una decisión: presentación de la información necesaria para tomar una decisión, utilización de acicates (*nudges*) y creación de marcos de referencia.**

Otra manera de mitigar los sesgos es modificar el entorno en el que se adoptará una decisión, de manera que al alterar el contexto se proporcione una mejor coincidencia de este con el pensamiento que las personas desarrollan naturalmente cuando se les ayuda o, alternativamente, se fomente el pensamiento considerado deseable. Si se cambia el marco, se pueden cambiar las elecciones que realizan los sujetos. Esto cobra especial relevancia debido a que el marco puede sesgar las preferencias o distorsionar la perspectiva de los sujetos, llevándoles a tomar una decisión desacertada.

---

5 Es el caso del llamado sesgo de ilusión de transparencia, según el cual las personas a menudo creen que sus estados internos son más evidentes para los demás de lo que realmente son. Por ejemplo, las personas que se ponen nerviosas al hablar en público creen que su nerviosismo es más evidente para su audiencia de lo que realmente es. Sin embargo, se ha demostrado que tener conciencia de este sesgo puede mejorar la calidad del desempeño del orador, tanto desde la perspectiva del hablante como desde el punto de vista de los observadores. Véase *The illusion of transparency and the alleviation of speech anxiety*. Kenneth Savitsky y Thomas Gilovich. *Journal of Experimental Social Psychology*. Volumen 39, noviembre 2003, páginas 618-625.

En términos generales, pueden distinguirse dos formas muy diferentes de modificar el entorno: cambiar algo en el contexto que incite a las personas a procesar la información de manera más apropiada, o adaptarlo a los sesgos que generalmente presentan las personas —de manera que se aprovechen de estos en su propio beneficio—.

A continuación se expondrán las principales técnicas basadas en realizar alteraciones en el contexto de la adopción de decisiones. Algunas de ellas quedan enmarcadas en uno de los dos enfoques antes mencionados y otras mezclan ambos enfoques:

### **Presentación de la información necesaria para tomar una decisión**

La forma en que se presenta la información puede afectar a la manera en que las personas la procesan. La misma información presentada de dos maneras diferentes ante una misma persona puede llevar a resultados muy distintos. En consecuencia, el modo en que se presenta la información influye en la mitigación o intensificación de ciertos sesgos cognitivos.

Por este motivo, una técnica que puede ayudar a mitigar los sesgos es la provisión de la información correcta para tomar una decisión dentro de un marco fiable, intuitivo y comprensible que facilite una mejor aprehensión de la misma.

Particularmente, en el ámbito de la adopción de decisiones financieras, la información que faciliten las entidades a la hora de comercializar sus productos debería suministrarse cumpliendo las siguientes premisas<sup>6</sup>:

- Recaltar la información pertinente mediante la utilización de características de diseño como cuadros, distintos tamaños de letra, etc.
- Considerar si alguna información debería ir acompañada de texto interactivo (por ejemplo, utilizando características de diseño como descripciones emergentes) u otros medios destinados a proporcionar detalles adicionales a los clientes que solicitan más información (por ejemplo, mediante una sección de preguntas frecuentes).
- Diseñar los cuestionarios destinados a recabar información sobre los clientes prestando especial atención a su claridad, exhaustividad e inteligibilidad y evitando utilizar un lenguaje engañoso, confuso, impreciso y excesivamente técnico.
- Elaborar la información cuidadosamente y evitar que oriente las decisiones de los inversores en un determinado sentido.
- Adoptar mecanismos para afrontar el riesgo de que los clientes tiendan a sobreestimar sus conocimientos y experiencia, por ejemplo incluyendo preguntas

---

6 Véanse las Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MIFID II. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_es.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_es.pdf)

que les ayuden a evaluar la comprensión general sobre las características y los riesgos de los diferentes tipos de instrumentos financieros.

- Primar las explicaciones sencillas sobre las complejas, debido a la tendencia de las personas a rechazar los argumentos considerados complicados en favor de los que resultan más fáciles de procesar.

Estas medidas pueden ser particularmente importantes en los casos de adopción de decisiones asistida por procedimientos automatizados, dado que el riesgo de sobreestimación por parte de los clientes puede ser mayor cuando se proporciona información a través de un sistema automatizado (o semiautomatizado), especialmente cuando se prevé que la interacción humana entre los clientes y los empleados de la empresa va a ser muy limitada o inexistente.

En conclusión, la forma en que se presenta la información tiene un impacto crucial en el modo de procesarla. El hecho de presentar la información de una manera óptima que incite a reflexionar sobre ella, y no a reaccionar intuitivamente, puede contribuir en gran medida a la mitigación de los sesgos cognitivos.

### Utilización de acicates (*nudges*)

Una de las técnicas más conocidas de modificar el entorno es la utilización de acicates, esto es, estrategias para *empujar* a las personas a tomar decisiones beneficiosas a largo plazo. Un acicate *es cualquier aspecto de la arquitectura de las decisiones que modifica la conducta de las personas de una manera predecible sin prohibir ninguna opción ni cambiar de forma significativa sus incentivos económicos. Para que se pueda considerar como nudge, debe ser barato y fácil de evitar. Los nudges no son órdenes*<sup>7</sup>.

En consecuencia, los acicates son modificaciones simples del entorno que conllevan cambios en el proceso de toma de decisiones de las personas. Su ejecución requiere un diseño deliberado de la arquitectura de las decisiones como herramienta para mejorarlas y para minimizar los errores derivados de los sesgos cognitivos.

A continuación se recogen algunos de los acicates más utilizados y cuya ejecución se ha probado muy eficaz:

#### *Acicates basados en las opciones por defecto*

Los individuos tienen una fuerte tendencia a la inercia o al llamado sesgo del *statu quo*. Esta tendencia puede ser aprovechada para el diseño de opciones por defecto, de manera que estas opciones sean las más beneficiosas para el sujeto. Las opciones por defecto pueden ayudar a las personas que repetidamente procrastinan o son descuidadas.

---

<sup>7</sup> Véase *Un pequeño empujón (nudge): el impulso que necesitas para tomar las mejores decisiones en salud, dinero y felicidad*. CASS R. SUNSTEIN; RICHARD H. THALER, 2017



Un ejemplo que se aplica en países como Inglaterra es la adscripción por defecto de un trabajador a un plan de ahorro para la jubilación, al que se destina un porcentaje de su nómina. Se trata de aminorar los efectos de la procrastinación y del sesgo del descuento hiperbólico, y aprovechar la inercia de los sujetos. Cada cierto tiempo el empleado tiene la posibilidad de negarse a que se le siga aplicando esa forma de ahorro, pero por defecto se le incluye en ella.

#### *Acicates basados en la fuerza de la norma social*

La norma social es un factor determinante de los comportamientos debido en parte a la concurrencia del efecto manada y a la necesidad de aceptación social, por lo que puede utilizarse para animar a los individuos a actuar en un sentido determinado. Se trata de destacar lo que constituye la conducta habitual de la mayoría de las personas del entorno cercano y se entiende que este mensaje incitará a las personas a comportarse de la misma manera para adecuarse a la norma social.

Un ejemplo de aplicación de este tipo de acicate es informar a los ciudadanos de que la mayoría de las personas pagan sus impuestos a tiempo en contraste con las que no lo hacen.

#### *Acicates basados en la visibilidad de los incentivos o el riesgo de sufrir pérdidas*

En ocasiones, los sesgos cognitivos pueden surgir debido a una motivación insuficiente para realizar la conducta deseable. Una manera de cambiar esta situación es incentivar a las personas a que tomen decisiones más inteligentes.

Para ello, se utilizan acicates que tienen en cuenta los incentivos adecuados y se centran en la visibilidad de los mismos.

Un acicate frecuentemente utilizado es presentar al individuo el riesgo de sufrir pérdidas y el consiguiente menoscabo económico si no modifica su conducta. Por ejemplo, se le puede informar de la cantidad aproximada que perdería si no modifica sus prácticas o, a la inversa, la cantidad de dinero que podría ganar si lo hace. Un ejemplo de ello son las numerosas aplicaciones de gestión de las finanzas personales (*Fintonic, Money Wise, etc.*) en las que se invita al usuario a modificar sus hábitos financieros presentando la información de manera que pueda apreciar las ventajas o inconvenientes de hacerlo.

#### *Acicates basados en la comprensión de las correspondencias: de la elección al bienestar*

Otro acicate asiduamente utilizado es el que ayuda a las personas a mejorar su capacidad para establecer una adecuada correspondencia entre elección y bienestar, y seleccionar así las opciones que le resulten más beneficiosas. Una manera de ayudar a mejorar esta capacidad es hacer más comprensible la información disponible sobre las distintas opciones.

Un ejemplo procedente del ámbito financiero es el de las tarjetas de crédito. En ocasiones puede resultar complicado saber cuánto cuesta utilizarlas por las diferentes comisiones e intereses que llevan asociados y por la manera de presentar la información a los consumidores. Por este motivo, resulta difícil para el consumidor establecer

una adecuada correspondencia entre elección y bienestar. Para mitigar esta dificultad, se podría utilizar el sistema RECAP (registrar, evaluar y comparar alternativas de precios) que consiste en que los diferentes proveedores de servicios informen a los clientes de las tarifas o comisiones aplicables de una manera clara y transparente, permitiendo al cliente comparar fácilmente los precios de dichos servicios.

#### *Acicates basados en la estructura de las decisiones complejas*

Las personas adoptan distintas estrategias para tomar decisiones según la variedad y la complejidad de las opciones disponibles. Cuando existen pocas alternativas, se tiende a examinar cada una de ellas y a sopesarlas para, finalmente, adoptar una decisión.

Sin embargo, cuando las opciones son numerosas se tiende a utilizar estrategias simplificadoras de la decisión, que pueden causar problemas. Por este motivo, a medida que las alternativas se hacen más numerosas y complejas, la arquitectura de las decisiones tiene que tomar en consideración más factores y es susceptible de tener una influencia mayor en la decisión que finalmente tome el sujeto. Un ejemplo es la diversidad de aplicaciones<sup>8</sup> destinadas a facilitar la adopción de decisiones financieras en las que se estructura el proceso decisorio mediante la inclusión progresiva de opciones más próximas a las preferencias del usuario y la exclusión de aquellas más alejadas de la lógica del individuo.

#### **Creación de marcos de referencia**

Otra manera de mitigar los sesgos cognitivos es incorporar los hallazgos de la economía conductual a las políticas regulatorias. Para ello se recurre a la creación de los llamados *frameworks* o marcos de referencia que constituyen una manera práctica de desarrollar intervenciones que promuevan un cambio de comportamiento efectivo sin tener una comprensión detallada de la economía conductual.

Los investigadores en economía conductual han desarrollado un considerable número de marcos cuya aplicación se extiende a campos tan diversos como la salud pública, el medio ambiente o el marketing. Asimismo, IOSCO y la OCDE<sup>9</sup> se han ocupado ampliamente de esta materia y han elaborado marcos aplicables particularmente a la educación del inversor y al incremento de sus capacidades financieras y, en general, a su protección. La premisa de estos trabajos es que las capacidades podrían mejorar potencialmente no solo con la educación, sino influyendo directamente en las actitudes y comportamientos de los inversores. En este sentido, IOSCO ha reconocido que influir en las actitudes y en el comportamiento de los inversores minoristas es más efectivo que la provisión de información para mejorar sus conocimientos, de ahí que actualmente este organismo esté realizando una profunda labor de identificación de enfoques y aproximaciones que ayuden a mejorar las capacidades financieras de los individuos.

---

8 Véase a modo de ejemplo la aplicación desarrollada por la Australian Securities & Investment Commission: <https://www.moneysmart.gov.au/investing/financial-advice/financial-advice-toolkit>

9 Véase el documento conjunto elaborado por IOSCO y la OCDE: *The Application of Behavioural Insights to Financial Literacy and Investor Education Programs Initiatives* (2018).

La selección de un marco apropiado para el diseño de técnicas efectivas de cambio de comportamiento requiere tomar en consideración un amplio conjunto de factores contextuales y debería vincularse a un sistema de comportamiento coherente capaz de conceptualizar asociaciones causales entre sus componentes. La finalidad de estos marcos es configurar un instrumento simple y práctico para ayudar a los responsables de la política pública a reflexionar sobre los cambios de comportamiento y llevarlos a la práctica.

Existe una gran diversidad de marcos de referencia de este tipo<sup>10</sup>, si bien la mayoría de ellos tienen aspectos en común que son los que se deberían tener en cuenta a la hora de diseñar intervenciones efectivas tendentes aminorar los efectos de ciertos sesgos en los comportamientos humanos. A continuación, y tomando como referencia estos modelos, se recogen los puntos esenciales que deberían estar presentes en dichas intervenciones:

- El diseño de intervenciones más efectivas debe partir de un mejor entendimiento de por qué las personas actúan como lo hacen. Han de tenerse en cuenta los límites y los prejuicios sistemáticos que afectan la atención humana, la toma de decisiones y las capacidades autorreguladoras.
- Dicho diseño implica descomponer el problema que se desea abordar con la regulación en comportamientos claramente identificables.
- Asimismo, deben concretarse los comportamientos que sería deseable adoptar al surgir un problema como el que se pretende abordar con la regulación.
- El diseño de estos comportamientos debe realizarse de tal manera que sean sencillos, atractivos, oportunos y que destaquen por su carácter social.
- Es preciso tener en cuenta el poder de las opciones predeterminadas. Los sujetos tienen una fuerte tendencia a elegir la opción predeterminada, ya que es lo más sencillo por no requerir ningún esfuerzo ni análisis. Convertir una opción en predeterminada hace que sea más probable que se adopte.
- Asimismo, es recomendable reducir las molestias o inconvenientes de adoptar una determinada decisión. El esfuerzo que requiere asumir las consecuencias de tomar una determinada decisión con frecuencia desalienta a las personas. Por esto, reducir el esfuerzo necesario para realizar algo puede incrementar su adopción o la tasa de respuesta de los ciudadanos.
- Es preciso simplificar los mensajes; hacer que sean claros a menudo resulta en un incremento significativo en la tasa de respuesta por parte de quien los recibe.
- Se recomienda aprovechar la llamada *prominencia*, es decir, la tendencia de las personas a responder mejor a estímulos que son novedosos, simples y accesibles.

---

10 A modo de ejemplo, véanse los modelos Com-B, The behaviour change wheel, Mindspace, East, Test, Design for behaviour change (create) o el más reciente, Basic, elaborado por la OCDE.

### **5.3 Técnicas cognitivas destinadas a interpretar de manera distinta los elementos que intervienen en la toma de una decisión: generar alternativas, atemperar el optimismo o pensar lo contrario, y estandarizar el proceso de inversión e Identificar las condiciones adecuadas para el proceso de toma de decisiones.**

Las técnicas cognitivas son las actividades y procesos mentales que realizan los sujetos de manera consciente para comprender el mundo que les rodea, aprender de su experiencia, resolver problemas o adoptar soluciones. En definitiva, se trata de acciones internamente organizadas que el individuo utiliza para procesar información, recordarla, transformarla, retenerla y transferirla a nuevas situaciones<sup>11</sup>.

Aunque estas técnicas requieren cierto esfuerzo para su ejecución, con ellas se genera una mayor conciencia en los individuos de su propio proceso de pensamiento, se enfatiza su papel como protagonistas del mismo, se les alienta a confiar en el razonamiento consciente en lugar de en intuiciones subconscientes, y se les ayuda a identificar errores en la lógica utilizada.

A continuación se expondrán algunas de las técnicas que pueden resultar más útiles en la toma de decisiones de inversión:

#### **Generar alternativas**

Con carácter general, es conocida la utilidad de analizar los problemas desde múltiples perspectivas. Sin embargo, habitualmente no se recurre a esta técnica a la hora de tomar decisiones.

Aunque gran parte de la investigación sobre toma de decisiones se ha centrado en si las personas adoptan decisiones óptimas dado un conjunto fijo de opciones, lo cierto es que tener un buen conjunto de alternativas entre las cuales elegir es al menos tan importante como elegir correctamente.

En el ámbito de la adopción de decisiones financieras es importante buscar alternativas a la inversión pretendida y sopesar los pros y contras de las distintas opciones.

#### **Atemperar el optimismo o pensar lo contrario. Análisis *premortem***

Una tendencia habitual en las personas es la predisposición al optimismo. Este optimismo se centra en la apreciación del ámbito personal, principalmente en la consideración de uno mismo, en las consecuencias de las decisiones que adopta o en el futuro que le espera. Se trata de un sesgo cognitivo más que hace que los sujetos subestimen la posibilidad de que les ocurra un evento negativo.

---

11 Derry, S. y Murphy, D. (1986) Designing systems that train learning ability: From theory to practice. Review of Educational Research.

En el ámbito de la toma de decisiones financieras, la tendencia al optimismo tiene un papel muy importante. Un exceso de optimismo puede alterar la capacidad de crítica a la hora de elegir un producto en el que invertir, ignorando las informaciones negativas sobre ese producto o la posibilidad de perder la inversión.

Una solución a la recurrencia de este sesgo es simplemente «pensar lo contrario» mediante la articulación de una serie de razones por las que una decisión inicial podría estar equivocada o fallar.

Una evolución de esta solución es la prospectiva retrospectiva (*prospective hindsight*) o análisis *premortem* que consiste en que el sujeto se ubica mentalmente en el futuro y piensa que su decisión ha fracasado. Ante un fracaso pasado, aunque solo sea imaginario, las personas tienden a identificar más fácilmente las posibles causas de ello que si lo intentan hacer desde el momento presente. Ello se debe a que al ser humano le resulta más sencillo explicar lo que ha pasado una vez que ya ha sucedido que realizar una previsión de lo que puede ocurrir.

Asimismo, con esta técnica del análisis *premortem* se saca provecho de otro sesgo cognitivo que es el llamado sesgo de retrospectiva y que sucede cuando, una vez que se sabe lo que ha ocurrido, se tiende a modificar el recuerdo de la opinión previa a que ocurrieran los hechos, en favor del resultado final<sup>12</sup>. Se crea así un falso recuerdo en el que los individuos piensan que sabían la solución antes de que esta ocurriera.

### **Estandarizar el proceso de decisión. Proceso de inversión y listas de comprobación**

Una manera de adoptar decisiones es hacerlo de manera estandarizada por medio del diseño del procedimiento adecuado. Mediante la incorporación a este procedimiento de las técnicas de mitigación de sesgos más convenientes se puede llegar a desarrollar un proceso óptimo de toma de decisiones.

En el ámbito de la adopción de decisiones financieras, y partiendo de las fases del proceso de inversión antes mencionadas y de los sesgos en los que cada inversor incurre más frecuentemente, es posible diseñar un proceso de inversión propio que conduzca a decisiones exentas de sesgos.

Una manera sencilla de diseñar este proceso es recurrir, con alguna modificación, a las clásicas «cinco W»<sup>13</sup> del periodismo: en qué se quiere invertir, por qué se quiere invertir, cómo se quiere invertir, cuánto se desea invertir, cuándo se desea realizar la inversión y por cuánto tiempo. Este sencillo ejercicio incita necesariamente a la reflexión antes de tomar una decisión y, por tanto, contribuye a aminorar el influjo de los sesgos.

Otra manera de estandarizar el proceso de adopción de decisiones, aplicable también a las de ámbito financiero, es recurrir a las listas de comprobación. Este recurso recoge los pasos mínimos necesarios para realizar una determinada operación, los

---

12 Bandrés Moya, Fernando; Delgado Bueno, Santiago (2010). *Biomedicina y derecho sanitario*.

13 Las 5W del periodismo son Who, What, When, Where y Why (quién, qué, cuándo, dónde y por qué).

hace explícitos y evita errores. Las listas de comprobación no solo ofrecen la posibilidad de verificación, sino que también inculcan cierta disciplina para conseguir el mayor rendimiento al tiempo que se aminoran los errores. Aunque esta técnica tiene su origen en el dominio de la aviación, su simpleza y su eficacia han hecho que se extienda a otros ámbitos como el de la medicina o la construcción.

La lista de comprobación ayuda a incrementar la racionalidad en cada una de las fases del proceso, garantiza que se dispone de la información necesaria en el momento preciso y mejora la sistematización a la hora de tomar decisiones.

En el ámbito de la inversión, una lista de comprobación se puede concretar en una enumeración de puntos a verificar en forma de preguntas que se relacionan con el producto de inversión y que ayudarán a dilucidar si se debe comprar o no. Estas listas son muy personales, por lo que su elaboración debe basarse en los errores cometidos en el pasado y se recomienda que sean muy breves. Asimismo, no es conveniente que las listas sean estáticas, sino que deben incluirse mejoras a medida que se vaya aprendiendo con la práctica. Un ejemplo de una sencilla lista de comprobación sería el siguiente:

- ¿He leído detenidamente toda la información del producto?
- ¿La información es completa?
- ¿Entiendo las características básicas del producto?
- ¿Sé en lo que estoy invirtiendo?
- ¿Conozco los riesgos?
- ¿El producto encaja con mi perfil inversor?
- ¿El horizonte temporal de la inversión es acorde con mi perfil inversor?

En definitiva, frente a la complejidad de la adopción de determinadas decisiones, la sistematización del proceso es una buena opción. La ventaja de ello radica en que es posible mitigar los errores que sistemáticamente acaecen en este proceso y que, por tanto, son predecibles. Al igual que el resto de técnicas cognitivas, la sistematización del proceso de toma de decisiones requiere entrenamiento y tiempo para perfeccionarlo.

### **Identificar las condiciones adecuadas para el proceso de toma de decisiones**

Para evitar las decisiones sesgadas es importante mejorar las condiciones personales en las que se adoptan, de modo que el individuo esté realmente preparado para tomarlas.

Como se ha mencionado anteriormente, el sistema 2 juega un papel crítico en la adopción de decisiones: supervisa el juicio intuitivo y, cuando es necesario, lo corrige. Un individuo estará preparado para tomar decisiones cuando su sistema 2 sea capaz de realizar dichas funciones.

Los factores que determinan si una persona está preparada o no para adoptar una decisión van desde el cronotipo<sup>14</sup> del sujeto hasta su nivel de fatiga, distracción, enfado, hambre o sueño. Estos condicionantes, entre otros, limitan temporalmente la capacidad de supervisar las decisiones y de advertir los posibles errores en ellas, lo que conlleva una atención dirigida a la búsqueda de soluciones rápidas y una mayor confianza en la intuición. Es importante ser consciente de que se trata de factores limitantes de la capacidad cognitiva y, por tanto, se debe evitar tomar decisiones importantes cuando se esté bajo su influjo.

A continuación se recoge a modo de resumen una tabla en la que figuran las estrategias de mitigación de sesgos descritas en este apartado:

| Tipo de estrategia de mitigación  | Estrategia de mitigación  | Ejecutor  |
|---|---|-----------|
| Técnicas centradas en la provisión de formación para tomar una decisión.  | Formación.  | Inversor  |
|   |   | Entidad   |
|   |   | Regulador |
| Técnicas centradas en la conformación y enmarcado del contexto en el que se toma una decisión.                            | Presentación de la información necesaria para tomar una decisión.                       | Entidad   |
|   | Utilización de acicates.  | Regulador |
|   | Creación de marcos de referencia.   | Regulador |
| Técnicas cognitivas destinadas a interpretar de manera distinta los elementos que intervienen en la toma de una decisión. | Generación de alternativas.   | Inversor  |
|   | Atemperación del optimismo o pensar lo contrario.<br><i>Análisis premortem.</i>         | Inversor  |
|   | Estandarización del proceso de decisión. Proceso de inversión y listas de comprobación. | Inversor  |
|   | Identificación de las condiciones adecuadas para el proceso de toma de decisiones.      | Inversor  |

---

14 Ritmo circadiano interno de un individuo que influye en su patrón de sueño y actividad en un periodo de 24 horas.





## 6 Recomendaciones finales

### Recomendaciones finales para el inversor

- La adquisición de una adecuada educación financiera desde edades muy tempranas y a lo largo de toda la vida resulta particularmente importante. Asimismo, en este contexto específico, resulta especialmente ventajoso conocer qué son los sesgos conductuales, cuándo se producen y cuáles son las técnicas para evitarlos.
- Antes de tomar una decisión, es recomendable pensar en opciones alternativas y sopesar los pros y contras de cada una de ellas.
- El ser humano tiene una gran tendencia al optimismo. Por esta razón, antes de adoptar una decisión de inversión es conveniente reflexionar sobre la posibilidad de que el resultado no sea el deseado.
- Es aconsejable sistematizar el proceso de inversión. Una manera de desarrollarlo es recurrir a las listas de comprobación.
- La toma de decisiones de inversión se debe hacer bajo condiciones óptimas. Es preciso tomar conciencia de los factores que pueden limitar la capacidad de supervisar estas decisiones, tales como el cansancio o la fatiga.

### Recomendaciones finales para las entidades

- Es necesario diseñar los cuestionarios destinados a recabar información sobre los clientes, prestando especial atención a su claridad, exhaustividad e inteligibilidad y evitando utilizar un lenguaje engañoso, confuso, impreciso o excesivamente técnico.
- La información se debe elaborar cuidadosamente y evitar que oriente las decisiones de los inversores en un determinado sentido.
- Es recomendable adoptar mecanismos para afrontar el riesgo de que los clientes tiendan a sobreestimar sus conocimientos y experiencia, por ejemplo, incluyendo preguntas que les ayuden a evaluar la comprensión general sobre las características y los riesgos de los diferentes tipos de instrumentos financieros.
- Es importante primar las explicaciones sencillas sobre las complejas debido a la tendencia de las personas a rechazar los argumentos considerados complicados en favor de los que resultan más fáciles de procesar.

## Recomendaciones finales para los reguladores

- Es importante continuar con los esfuerzos por impulsar la adquisición de una adecuada educación financiera por parte de los ciudadanos. Debe incluirse en ella no solo la formación relativa a las finanzas personales, sino también la referente a la manera en que se toman las decisiones financieras y en que los sesgos conductuales influyen en ellas.
- Los acicates pueden constituir un instrumento de política pública que sirva de complemento y se sume a los ya utilizados, y son una herramienta especialmente interesante para responder a determinados desafíos sociales, medioambientales y económicos.
- Los acicates son particularmente eficaces por el cambio de enfoque que proponen para las conductas individuales. Su flexibilidad y sencillez hacen que puedan utilizarse en diferentes contextos.

## 7 Conclusiones

En los apartados anteriores se ha destacado el hecho de que, a pesar de que la hipótesis de la eficiencia de los mercados y la consiguiente racionalidad perfecta de los individuos han sido dominantes durante años, la irrupción de nuevas disciplinas en la economía ha sembrado dudas razonables sobre su veracidad. Las investigaciones sobre el cerebro humano procedentes principalmente de la neurología, la psicología y la antropología han mostrado que el comportamiento de las personas y la manera en que estas toman decisiones son fruto de múltiples componentes que actúan conjuntamente. Es necesario comprender en profundidad estos componentes si se desea tener una imagen completa del proceso de adopción de decisiones.

A este respecto, el cerebro humano es el resultado de millones de años de evolución y de selección natural a lo largo de los cuales se ha ido adaptando a su entorno y modelando distintos comportamientos. En este proceso de evolución el ser humano ha adquirido, entre otros, el lenguaje, el pensamiento abstracto o la capacidad predictiva basada en la memoria que han desempeñado un papel fundamental en el éxito de su adaptación al entorno. Asimismo, son fruto de este proceso de evolución la heurística, los atajos cognitivos o los sesgos del comportamiento, es decir, una serie de adaptaciones de las funciones cerebrales a lo largo del tiempo y bajo diversas circunstancias que han generado comportamientos que han mejorado las posibilidades de supervivencia.

La economía conductual surge así como respuesta a los retos planteados por diversos psicólogos y economistas ante las carencias del modelo económico neoclásico, en particular a la hora de configurar un modelo real de toma de decisiones. Los seres humanos no disponen de una racionalidad ilimitada ni actúan siempre para maximizar su beneficio. Por el contrario, el miedo o la alegría, el contexto o el comportamiento de los demás, entre otros muchos factores, influyen más de lo que se pensaba en estas decisiones.

La economía conductual ha puesto claramente de manifiesto los sesgos cognitivos en los que incurren los individuos con carácter general en la adopción de decisiones y ha dado lugar al desarrollo de estrategias o modelos de comportamiento para evitar estos errores de decisión.

La aplicación de los hallazgos de la economía conductual a la protección del inversor está sometida necesariamente a un proceso de observación en el que es necesario identificar y priorizar los sesgos a los que están sometidos los inversores, y especificar las intervenciones efectivas para evitarlos. Estos sesgos no pueden eliminarse, pero sí mitigarse en gran medida.

La mitigación de los sesgos abarca una amplia variedad de técnicas, procedimientos e intervenciones que están diseñados para eliminar o reducir los errores, distorsiones

u otras percepciones erróneas que se generan en el proceso de pensamiento y en la toma de decisiones. Las técnicas de mitigación son variadas y pueden ser implementadas por el propio inversor, por las entidades o por los reguladores. Sin embargo, es importante tener en cuenta que la efectividad de las diferentes estrategias de mitigación es variable y que su impacto difiere según el escenario.

Finalmente, la economía conductual se encuentra ante dos importantes retos. En primer lugar, continuar con su propio desarrollo, el cual es aún muy incipiente e irá necesariamente aparejado a los avances que experimenten las ciencias de las que se nutre —en particular las pertenecientes al ámbito de las neurociencias y la psicología—. La economía tiene la oportunidad de aprovechar los descubrimientos que se están realizando en estas disciplinas y los métodos objetivos de estudio sobre el funcionamiento del cerebro cuando se enfrenta a la toma de decisiones, para incrementar así sus conocimientos sobre el comportamiento de los seres humanos.

Asimismo, como segundo reto —y tal vez el más importante—, la economía conductual requiere una aplicación aun mayor en la práctica y su consiguiente incorporación a las políticas regulatorias, así como un conocimiento más amplio por parte de las entidades e inversores. Los conocimientos adquiridos hasta ahora sobre el comportamiento humano, y en particular los aportados por la economía conductual, pueden contribuir a desarrollar políticas regulatorias más enfocadas a los sujetos a los que se dirigen y, por tanto, con una eficacia potencialmente muy elevada.

Por último, esta creciente relevancia que están adquiriendo las disciplinas asociadas al comportamiento humano, en particular la economía conductual, constituye ya una clara tendencia debido a que promueve una comprensión profunda del comportamiento humano y, en consecuencia, contribuye al diseño y al desarrollo de políticas regulatorias más enfocadas y eficaces.

## Bibliografía

Andrew W. Lo (2017). *Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought*. Princeton Univers. Press; Edición: 2 ed.

Bandrés Moya, Fernando; Delgado Bueno, Santiago (2010). *Biomedicina y derecho sanitario*.

Cadenas, María Eugenia (2018). Del homo economicus al homo humanus. *Boletín de la CNMV*, trimestre I.

Derry, S. y Murphy, D. (1986) *Designing systems that train learning ability: From theory to practice*. *Review of Educational Research*.

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre «Integrar los nudges en las políticas europeas» (Dictamen de iniciativa) (2017/C 075/05).

Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II. ESMA. 6 de noviembre de 2018.

Dobelli, Rolf. (2016) *Die Kunst des klaren Denkens*.

Fernández de Araoz Gómez-Acebo, Alejandro. Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria. *Diario La Ley*, N<sup>o</sup> 8549, Sección Doctrina, 28 de Mayo de 2015, Ref. D-212, Editorial LA LEY

Kahneman, Daniel (2003), «Maps of bounded rationality: Psychology for Behavioral Economics», *The American Economic Review*, 93(5), págs. 1449-1475.

Kahneman, Daniel (2011), *Thinking, fast and slow*, Nueva York, Farrar, Straus and Giroux.

Kenneth Savitskya y Thomas Gilovich. The illusion of transparency and the alleviation of speech anxiety. *Journal of Experimental Social Psychology*. Volumen 39, noviembre 2003, páginas 618-625.

Jack B. Soll, Katherine L. Milkman, and John W. Payne (2015) *A user's guide to debiasing*. *The Wiley Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*, II.

Stanovich, K. y West, R. (2000), *Individual Differences in Reasoning. Implications for the Rationality Debate?* *Behavioral and Brain Sciences*, núm. 23, Cambridge: Cambridge University Press, págs. 645-665.

Tarde, Gabriel (1992). *Psychologie économique*. Essai.

Thaler, Richard y Cass Sunstein (2008), *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*, Yale University Press.

Wilson TD, Brekke N. *Psychol Bull* (1994) Mental contamination and mental correction: unwanted influences on judgments and evaluations. 116:117-42.



