



Corso di Laurea in Economia e Management

Tesi in

Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

**Finanza Comportamentale e Decisioni
d'Investimento: l'Influenza dei Bias Cognitivi
nella Strategia Aziendale**

Relatore:
Chiar.mo Prof.
Gianni Nicolini

Candidata:
Dania La Greca
Matricola: 307791

A.A. 2024/25

**Finanza Comportamentale e Decisioni di
Investimento: l'Influenza dei Bias Cognitivi Nella
Strategia Aziendale**

(Dania La Greca)

INDICE

Introduzione

Capitolo 1 - Trade-Off Rischio-Rendimento: Modelli Classici e Limiti Decisionali

- 1.1 Il Paradigma Classico: Rischio e Rendimento Nella Teoria Finanziaria Tradizionale
 - 1.1.1 Il Concetto di Rischio Nella Finanza Tradizionale*
 - 1.1.2 Il Rendimento Atteso e il Trade-off Rischio-Rendimento*
 - 1.1.3 Il Capital Asset Pricing Model*
 - 1.1.4 La teoria del Portafoglio di Markowitz e la Diversificazione del Rischio*
- 1.2 Criticità Della Teoria Classica Nelle Scelte di Investimento

Capitolo 2 - Finanza Comportamentale e Bias Cognitivi nel Processo Decisionale

- 2.1 Origini e Fondamenti della Finanza Comportamentale
- 2.2 I Principali Bias Cognitivi
 - 2.2.1 Overconfidence e Hubris bias*
 - 2.2.2 Loss aversion*
 - 2.2.3 Anchoring e illusion of control*
 - 2.2.4 Confirmation bias e escalation of commitment*
 - 2.2.5 Status quo bias*
- 2.3 Il Ruolo delle Variabili Individuali e Contestuali: Genere, Età, Esperienza, Cultura Finanziaria e Aziendale
- 2.4 Conseguenze Pratiche dei Bias a Livello Aziendale: Errori di Valutazione, Acquisizioni Fallite, Integrazioni Mancanti

Capitolo 3 - Bias cognitivi e fallimento strategico di AOL – Time Warner

- 3.1 Contesto storico ed economico
- 3.2 Analisi della fusione AOL-Time Warner: obiettivi dichiarati e dinamiche operative
- 3.3 Bias cognitivi emersi
- 3.4 Conseguenze economico-finanziarie: svalutazioni, impatti sugli azionisti, disallineamenti tra attese e realtà
- 3.5 Conclusioni

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

Negli ultimi decenni, l'analisi delle decisioni economico-finanziarie ha progressivamente superato il paradigma della piena razionalità degli agenti economici, integrando contributi provenienti dalla finanza comportamentale e dalla psicologia cognitiva. Se la teoria finanziaria tradizionale assume che manager e investitori operino sulla base di valutazioni oggettive, coerenti con i fondamentali economico-finanziari e orientate alla massimizzazione del valore, l'evidenza empirica mostra come i processi decisionali siano frequentemente influenzati da distorsioni cognitive sistematiche. Tali bias possono alterare la percezione del rischio, la valutazione delle opportunità e la stima del valore, incidendo in modo significativo sugli esiti economici delle scelte strategiche.

In questo contesto, le operazioni di fusione e acquisizione (merger and acquisition) rappresentano un ambito particolarmente rilevante per l'analisi dei limiti della razionalità manageriale. Le M&A implicano decisioni di elevata complessità, caratterizzate da forte incertezza, asimmetrie informative, difficoltà di stima delle sinergie future e rilevanti implicazioni finanziarie per gli azionisti. Nonostante l'utilizzo di modelli quantitativi e analisi finanziarie articolate, numerose evidenze mostrano come una quota significativa di fusioni non riesca a generare valore nel medio-lungo periodo, sollevando interrogativi sulle determinanti effettive di tali insuccessi.

Alla luce di queste considerazioni, la presente tesi si propone di indagare il ruolo dei bias cognitivi nelle decisioni strategiche di crescita per linee esterne, ponendosi un duplice obiettivo di ricerca. Da un lato, si intende esaminare in che misura distorsioni cognitive quali overconfidence, hubris e confirmation bias possano influenzare la valutazione delle sinergie e dei rischi nelle operazioni di fusione. Dall'altro, si mira a verificare se il fallimento di alcune operazioni di grande rilievo sia riconducibile esclusivamente a fattori macroeconomici esogeni o possa essere spiegato, almeno in parte, da errori sistematici nel processo decisionale manageriale.

Per rispondere a tali interrogativi, il lavoro assume come caso di studio la fusione tra AOL e Time Warner, annunciata nel 2000 nel pieno della bolla dot-com e successivamente

divenuta uno dei più noti esempi di distruzione di valore nella storia aziendale contemporanea. L'operazione, per dimensioni, struttura finanziaria e contesto di mercato, consente di analizzare chiaramente l'interazione tra aspettative di crescita, valutazioni di mercato e dinamiche cognitive del management.

Il lavoro si articola in tre capitoli principali. Il primo ricostruisce il quadro teorico della finanza tradizionale, evidenziandone i presupposti in termini di razionalità ed efficienza dei mercati. Il secondo introduce l'approccio della finanza comportamentale e analizza i principali bias cognitivi rilevanti per le decisioni manageriali, con particolare attenzione alle operazioni di merger and acquisition. Il terzo applica tali strumenti interpretativi al caso AOL–Time Warner, esaminandone le implicazioni storiche, strategiche e finanziarie.

Attraverso l'integrazione tra prospettiva teorica e analisi empirica, la tesi intende contribuire alla comprensione dei limiti della razionalità nei processi decisionali aziendali complessi, evidenziando come, in contesti di forte innovazione e dinamiche speculative, la sola applicazione di modelli finanziari non sia sufficiente a garantire scelte efficienti in assenza di una consapevolezza critica delle possibili distorsioni cognitive.

Capitolo 1 - Trade-Off Rischio-Rendimento: Modelli Classici e Limiti Decisionali

1.1 Il Paradigma Classico: Rischio E Rendimento Nella Teoria Finanziaria Tradizionale

La teoria finanziaria tradizionale si fonda sul cosiddetto paradigma classico della razionalità, secondo il quale gli investitori e gli altri operatori economici sono in grado di elaborare in modo coerente tutte le informazioni disponibili e di assumere decisioni orientate alla massimizzazione dell'utilità attesa (Morera, 2012). In tale impostazione, le preferenze sono stabili nel tempo, le aspettative sono razionali e il processo decisionale è guidato da criteri di ottimizzazione pienamente coerenti.

Questo impianto teorico ha trovato una delle sue espressioni più influenti nell'ipotesi di mercato efficiente (Efficient Market Hypothesis, EMH), elaborata in modo sistematico da Eugene F. Fama. In particolare, l'articolo *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, pubblicato nel *Journal of Finance* nel 1970, rappresenta un punto di riferimento fondamentale per la formalizzazione di tale ipotesi e per il suo successivo sviluppo all'interno della letteratura economico-finanziaria (Fama, 1970).

Nel quadro delineato dall'EMH, un mercato dei capitali può definirsi efficiente quando i prezzi dei titoli riflettono pienamente e correttamente tutte le informazioni rilevanti disponibili. Ne consegue che i prezzi correnti incorporano istantaneamente le nuove informazioni, rendendo impossibile per gli investitori ottenere in modo sistematico rendimenti anomali attraverso l'utilizzo di informazioni già note (Fama, 1970). In tale prospettiva, le variazioni dei prezzi risultano riconducibili esclusivamente all'arrivo di nuove informazioni, che per definizione sono imprevedibili.

Formalmente, un mercato è efficiente rispetto a un insieme informativo Φ se la divulgazione di tali informazioni a tutti i partecipanti non determina ulteriori variazioni nei prezzi dei titoli. Ne deriva che nessun operatore può conseguire rendimenti superiori a quelli di mercato sfruttando informazioni appartenenti all'insieme Φ , se non assumendo un livello di rischio maggiore (Mishkin, 2018). Tale definizione mette in evidenza il ruolo

centrale delle aspettative razionali e del meccanismo di equilibrio nel processo di formazione dei prezzi.

A partire dal contributo di Roberts (1967), la letteratura distingue tre diverse forme di efficienza del mercato – debole, semi-forte e forte – in funzione dell'insieme informativo considerato (Roberts, 1967). Tale classificazione consente di articolare il grado di efficienza informativa dei mercati, senza alterare l'impianto generale del paradigma razionale alla base dell'ipotesi di mercato efficiente.

L'EMH ha esercitato un'influenza profonda sul pensiero economico-finanziario. Come osservato da Jensen (1978), essa rappresenta una delle proposizioni teoriche maggiormente supportate dall'evidenza empirica disponibile (Jensen, 1978), mentre Malkiel (1989) ne sottolinea il ruolo di pilastro della finanza classica, fondato sull'idea che l'interazione tra numerosi operatori razionali consenta ai mercati di sintetizzare efficacemente l'informazione disponibile (Malkiel, 1989).

Tuttavia, proprio l'elevato grado di razionalità e di efficienza informativa presupposto dal paradigma classico solleva interrogativi rilevanti circa la sua capacità di descrivere adeguatamente il comportamento osservato nei mercati reali, soprattutto in contesti caratterizzati da incertezza, complessità e processi decisionali articolati. Pur costituendo una base analitica potente, tali ipotesi tendono a semplificare in modo significativo il comportamento effettivo degli operatori economici.

Sebbene il paradigma classico sia stato formulato principalmente con riferimento agli investitori nei mercati finanziari, le sue ipotesi di razionalità e ottimizzazione hanno esercitato un'influenza profonda anche sulla finanza aziendale e sul modo in cui vengono interpretate le decisioni strategiche dei manager – quali le scelte di investimento, le operazioni di fusione e acquisizione e la definizione della struttura finanziaria. In questi ambiti, l'adozione di criteri decisionali pienamente razionali e fondati su un'informazione completa e immediatamente disponibile può rivelarsi problematica, soprattutto in presenza di elevata incertezza, asimmetrie informative e vincoli cognitivi (Brealey, 2020).

1.1.1 Il Concetto di Rischio Nella Finanza Tradizionale

Nel paradigma classico della finanza, il rischio di un investimento è definito come l'incertezza associata ai rendimenti futuri ed è comunemente misurato attraverso la variabilità dei rendimenti attesi nel tempo (Elton, 2014). In questa prospettiva, il rischio non coincide con la probabilità di perdita in senso assoluto, bensì con la dispersione dei possibili risultati rispetto al valore medio atteso.

Formalmente, il rischio finanziario viene misurato mediante indicatori statistici quali la varianza e la deviazione standard dei rendimenti, che esprimono il grado di volatilità di un'attività finanziaria (Elton, 2014).

Dal punto di vista analitico, la varianza dei rendimenti è definita come:

$$Var(R) = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n p_i (R_i - E[R])^2$$

dove R_i rappresenta i possibili rendimenti, p_i le rispettive probabilità ed $E[R]$ il rendimento atteso. La deviazione standard, σ , pari alla radice quadrata della varianza, costituisce una misura di rischio di più immediata interpretazione, in quanto espressa nella stessa unità di misura del rendimento medio e quindi direttamente confrontabile con esso.

In questo quadro teorico, una distinzione fondamentale è quella tra rischio specifico e rischio sistematico. Il rischio specifico è legato a fattori idiosincratici dell'impresa o del singolo titolo – quali decisioni manageriali, struttura finanziaria o dinamiche settoriali – ed è, in linea di principio, eliminabile attraverso un'adeguata diversificazione del portafoglio. Il rischio sistematico, invece, è connesso a fattori macroeconomici che influenzano l'intero mercato e non può essere eliminato tramite la diversificazione (Elton, 2014).

Questa distinzione riveste un ruolo centrale nella finanza tradizionale, poiché solo il rischio sistematico viene considerato rilevante ai fini della determinazione del rendimento atteso (Elton, 2014). In mercati efficienti e con investitori razionali, infatti, il rischio diversificabile non viene remunerato, mentre gli investitori richiedono un premio per il rischio esclusivamente per l'assunzione del rischio non diversificabile. La non remunerazione del rischio specifico risulta coerente con l'ipotesi di mercati efficienti, secondo cui eventuali opportunità di profitto associate a rischi eliminabili attraverso la

diversificazione vengono rapidamente annullate dal processo di mercato per effetto dell'azione degli investitori razionali (Fama, 1970).

Definita la nozione di rischio e chiarito quali sue componenti siano rilevanti ai fini della remunerazione, emerge la necessità di introdurre il concetto di rendimento atteso, che rappresenta il parametro fondamentale attraverso cui l'investitore valuta le diverse opzioni di impiego nel paradigma classico.

1.1.2 Il Rendimento Atteso e il Trade-off Rischio-Rendimento

Il rendimento atteso rappresenta la remunerazione che l'investitore si aspetta di ottenere ex ante da un'attività finanziaria ed è il parametro fondamentale attraverso cui vengono confrontate le alternative di investimento. In un contesto caratterizzato da incertezza sui risultati futuri, esso costituisce la misura sintetica della convenienza economica di un'operazione in relazione al rischio assunto (Mishkin, 2018).

Dal punto di vista formale, il rendimento atteso è definito come la media ponderata dei possibili rendimenti futuri, in cui i pesi sono costituiti dalle probabilità associate ai diversi stati del mondo, intesi come i possibili scenari futuri rilevanti per l'investimento (Mishkin, 2018).

$$E(R) = \sum_{k=1}^n p_k R_k$$

dove $E(R)$ indica il rendimento atteso dell'attività finanziaria, R_k il rendimento associato allo stato k , p_k la probabilità che tale stato si realizzi e n il numero complessivo degli stati del mondo considerati.

Pur non coincidendo necessariamente con il rendimento effettivamente realizzato ex post, nel paradigma classico il rendimento atteso costituisce la grandezza sulla base della quale gli investitori formulano le proprie decisioni, assumendo di poter costruire aspettative razionali e coerenti a partire dalle informazioni disponibili. In tale prospettiva, esso consente di valutare e confrontare investimenti alternativi a parità di rischio.

La relazione tra rischio e rendimento atteso costituisce uno dei principi cardine della teoria finanziaria tradizionale ed è sintetizzata nel cosiddetto trade-off rischio-

rendimento. Secondo tale principio, a livelli più elevati di rischio deve corrispondere un rendimento atteso maggiore, come compensazione per l'incertezza sopportata dall'investitore. In altri termini, il mercato richiede una remunerazione crescente all'aumentare della variabilità dei rendimenti futuri attesi.

In questa prospettiva, gli investitori sono disposti a impiegare capitale in attività rischiose solo se il rendimento atteso risulta superiore a quello offerto da attività considerate prive di rischio, quali i titoli di Stato di breve periodo. Il differenziale tra il rendimento atteso di un'attività rischiosa e il rendimento privo di rischio è comunemente definito premio per il rischio e rappresenta la remunerazione richiesta ex ante per l'assunzione del rischio (Markowitz, 1952).

Nella prassi finanziaria, il rendimento atteso non è direttamente osservabile e viene generalmente stimato sulla base dei rendimenti storici, utilizzati come proxy delle aspettative future. L'analisi delle serie storiche di lungo periodo mostra come le attività caratterizzate da maggiore rischio, quali le azioni, abbiano mediamente offerto rendimenti superiori rispetto alle attività prive di rischio, a fronte di una maggiore volatilità dei risultati (Brealey, 2020). Tale evidenza empirica risulta coerente con l'idea che il mercato remunererà l'assunzione del rischio attraverso un premio aggiuntivo incorporato nei rendimenti attesi.

In questo quadro teorico, il problema centrale diventa la determinazione del rendimento atteso coerente con il livello di rischio sistematico assunto, obiettivo cui rispondono i modelli di equilibrio del mercato dei capitali, primo fra tutti il Capital Asset Pricing Model.

1.1.3 Il Capital Asset Pricing Model

Il Capital Asset Pricing Model (CAPM) rappresenta uno dei principali modelli teorici sviluppati dalla finanza tradizionale per formalizzare la relazione tra rischio e rendimento atteso. Elaborato negli anni Sessanta da William F. Sharpe, John Lintner e Jan Mossin, il modello fornisce una rappresentazione di equilibrio del mercato dei capitali, nella quale

il rendimento atteso di un'attività finanziaria dipende esclusivamente dal suo rischio sistematico (Sharpe, 1964).

Nel CAPM, il rischio sistematico di un titolo è misurato dal coefficiente beta (β), che esprime la sensibilità del rendimento del titolo alle variazioni del rendimento del portafoglio di mercato. Un valore di β pari a 1 indica che il titolo tende a muoversi in linea con il mercato; valori superiori a 1 indicano una maggiore sensibilità alle variazioni del mercato, mentre valori inferiori a 1 indicano una sensibilità minore. Il coefficiente beta consente pertanto di quantificare il contributo marginale del singolo titolo al rischio complessivo del portafoglio di mercato.

La relazione fondamentale del modello è espressa dalla seguente equazione:

$$E(R_i) = R_f + \beta(E(R_M) - R_f)$$

dove $E(R_i)$ rappresenta il rendimento atteso del titolo i , R_f il tasso di rendimento privo di rischio ed $E(R_M) - R_f$ il premio per il rischio di mercato.

Secondo il CAPM, il rendimento atteso di un titolo dipende esclusivamente dal suo contributo al rischio del portafoglio di mercato – misurato dal coefficiente beta – e non dal rischio totale individuale. Tale risultato è coerente con l'ipotesi di mercati efficienti: poiché il rischio specifico è eliminabile attraverso la diversificazione, esso non viene remunerato, mentre gli investitori richiedono un premio per il rischio esclusivamente in relazione alla componente sistematica (Elton, 2014).

Il modello si fonda su ipotesi fortemente restrittive, tra cui la razionalità degli investitori, l'omogeneità delle aspettative, l'assenza di costi di transazione e la possibilità di detenere portafogli perfettamente diversificati. In questo quadro, il CAPM assume un ruolo di riferimento nella finanza classica, offrendo una rappresentazione formale ed elegante del legame tra rischio sistematico e rendimento atteso (Brealey, 2020).

Tuttavia, la rigidità di tali ipotesi e le difficoltà riscontrate nella verifica empirica delle previsioni hanno dato origine a numerose critiche. In particolare, l'assunzione che tutti gli investitori detengano portafogli efficienti e reagiscano in modo pienamente razionale alle informazioni disponibili appare problematica alla luce del comportamento osservato

nei mercati reali. Tali limiti hanno progressivamente aperto la strada a modelli alternativi e, più in generale, allo sviluppo di approcci che mettono in discussione la piena razionalità degli operatori economici.

1.1.4 La teoria del Portafoglio di Markowitz e la Diversificazione del Rischio

Un ulteriore pilastro della finanza tradizionale è rappresentato dalla teoria del portafoglio sviluppata da Markowitz (1952), che ha introdotto un approccio formale all'analisi congiunta di rischio e rendimento degli investimenti. Con il contributo di Markowitz, l'attenzione dell'analisi finanziaria si sposta dalla valutazione del singolo titolo alla composizione complessiva del portafoglio, riconoscendo che il rischio di un investimento dipende non solo dalla rischiosità delle singole attività, ma anche dalle relazioni che intercorrono tra i loro rendimenti (Markowitz, 1952).

L'intuizione centrale del modello consiste nel principio di diversificazione: combinando attività finanziarie i cui rendimenti non siano perfettamente correlati tra loro, è possibile ridurre la variabilità complessiva dei rendimenti del portafoglio senza necessariamente rinunciare al rendimento atteso. In presenza di correlazioni inferiori all'unità, la volatilità del portafoglio risulta infatti inferiore alla media ponderata delle volatilità dei singoli titoli, consentendo l'eliminazione, almeno in parte, del rischio specifico associato ai singoli investimenti (Elton, 2014).

Sulla base di tali considerazioni, la teoria del portafoglio conduce all'individuazione della cosiddetta frontiera efficiente, definita come l'insieme delle combinazioni di portafoglio che offrono il massimo rendimento atteso per ciascun livello di rischio, oppure, in alternativa, il minimo rischio per ciascun livello di rendimento atteso. All'interno di questo insieme, l'investitore razionale seleziona il portafoglio ottimale in funzione delle proprie preferenze di rischio, coerentemente con il criterio di massimizzazione dell'utilità attesa (Markowitz, 1952).

La teoria del portafoglio fornisce quindi una rappresentazione coerente del processo decisionale dell'investitore razionale, per il quale il rischio rilevante non è quello del singolo titolo, bensì quello del portafoglio complessivo. In questo quadro, la diversificazione assume un ruolo centrale come strumento di gestione del rischio, mentre

il rendimento atteso viene valutato sempre in relazione alla variabilità complessiva dei risultati di portafoglio.

Tuttavia, anche il modello di Markowitz si fonda su ipotesi fortemente idealizzate. Esso presuppone infatti che gli investitori dispongano di informazioni complete, siano in grado di stimare correttamente rendimenti attesi, varianze e covarianze, e adottino decisioni pienamente razionali e coerenti nel tempo. Il rigore interno e l'eleganza formale del modello lo rendono una rappresentazione particolarmente efficace del paradigma classico nell'analisi congiunta di rischio, rendimento e diversificazione, fornendo un solido quadro di riferimento per le scelte di allocazione del capitale. Al tempo stesso, proprio le assunzioni che ne garantiscono la coerenza teorica risultano difficilmente soddisfatte nella pratica, soprattutto in contesti caratterizzati da informazione incompleta, orizzonti temporali incerti e processi decisionali non pienamente strutturati. Ne emerge così una distanza significativa tra il comportamento teoricamente ottimale dell'investitore e le modalità effettive con cui individui e manager assumono decisioni di investimento.

1.2 Criticità Della Teoria Classica Nelle Scelte Di Investimento

Numerosi contributi teorici ed empirici hanno progressivamente messo in luce la difficile sostenibilità delle ipotesi su cui si fondano i modelli della finanza tradizionale, evidenziandone i limiti descrittivi rispetto al comportamento effettivo degli operatori economici.

In particolare, l'assunzione di agenti pienamente razionali, capaci di elaborare correttamente tutte le informazioni disponibili e di formulare aspettative coerenti, risulta non pienamente adeguata in contesti caratterizzati da elevata incertezza, complessità informativa e orizzonti decisionali articolati. La letteratura empirica ha infatti mostrato come i processi decisionali reali siano spesso influenzati da limiti cognitivi, difficoltà nell'elaborazione dell'informazione e da una capacità solo parziale di anticipare correttamente gli esiti futuri (Malkiel, 1989).

Un secondo profilo critico riguarda l'assunzione di informazione perfetta e di immediata incorporazione delle informazioni nei prezzi, alla base dell'ipotesi di mercato efficiente. Sebbene l'EMH fornisca una rappresentazione teorica rigorosa del funzionamento dei mercati finanziari, numerosi studi successivi hanno documentato la presenza di ritardi nell'aggiustamento dei prezzi, reazioni eccessive o insufficienti alle nuove informazioni e fenomeni di persistenza nelle dinamiche dei rendimenti (Malkiel, 1989). Tali evidenze mettono in discussione l'idea che i mercati siano sempre in grado di riflettere in modo istantaneo e corretto l'insieme delle informazioni disponibili.

Queste anomalie empiriche evidenziano ulteriori limiti anche con riferimento al ruolo dell'arbitraggio. Nella finanza classica, l'azione degli arbitraggisti è ritenuta sufficiente a eliminare rapidamente eventuali inefficienze di prezzo, riportando il mercato verso l'equilibrio. Tuttavia, l'arbitraggio reale risulta spesso soggetto a vincoli pratici, quali costi di transazione, limiti di capitale, rischi di sincronizzazione e incertezza sull'orizzonte temporale di correzione dei prezzi (Shleifer, 1997). Di conseguenza, anche in presenza di scostamenti evidenti dai valori fondamentali, le opportunità di arbitraggio possono risultare rischiose o non pienamente sfruttabili, consentendo alle inefficienze di persistere nel tempo.

Analogamente, anche i modelli di determinazione del rendimento atteso e di allocazione ottimale del capitale – quali il Capital Asset Pricing Model – pur caratterizzati da notevole rigore formale, presuppongono capacità di calcolo, stabilità delle preferenze e coerenza decisionale che difficilmente trovano riscontro nei processi decisionali reali (Brealey, 2020).

Tali limiti assumono particolare rilevanza nelle decisioni aziendali complesse, come gli investimenti strategici e le operazioni di fusione e acquisizione, nelle quali il giudizio manageriale, l'incertezza e le pressioni competitive giocano un ruolo centrale.

Nel complesso, queste criticità non implicano un rigetto della finanza tradizionale, ma ne evidenziano i limiti descrittivi quando applicata a contesti reali complessi, caratterizzati da informazione imperfetta, incertezza e comportamenti eterogenei. Proprio a partire da questo scarto tra costruzione teorica e comportamento osservato emerge l'esigenza di

affiancare ai modelli classici un'analisi più attenta ai processi decisionali effettivi degli operatori economici.

In questa prospettiva si sviluppa l'approccio della finanza comportamentale, che integra l'analisi economico-finanziaria con contributi della psicologia cognitiva, ponendo l'attenzione sul ruolo delle emozioni, delle euristiche e dei bias nel processo decisionale. I meccanismi attraverso cui tali fattori influenzano le decisioni di investimento e le scelte strategiche verranno analizzati in modo sistematico nei capitoli successivi.

Capitolo 2 – Finanza comportamentale e Bias cognitivi nel Processo Decisionale

2.1 Origini e fondamenti della finanza comportamentale

Il Capitolo 1 ha fornito un inquadramento teorico della finanza tradizionale, fondato sulle ipotesi di razionalità, ottimizzazione e capacità dei mercati di riflettere l'informazione. Il presente capitolo sviluppa la prospettiva complementare della finanza comportamentale, che nasce per spiegare perché, nella pratica, decisioni e prezzi possano discostarsi in modo sistematico dalle previsioni dei modelli classici, soprattutto quando in gioco vi sono incertezza, limiti cognitivi e processi decisionali complessi.

La finanza comportamentale si afferma come risposta critica ai limiti descrittivi della finanza tradizionale, mettendo in discussione l'assunzione secondo cui investitori e decisori economici agiscano sempre in modo pienamente razionale e coerente con il criterio della massimizzazione dell'utilità attesa. Già a partire dalla metà del Novecento, alcuni contributi teorici avevano evidenziato l'inadeguatezza di tale ipotesi nel descrivere i processi decisionali reali, ponendo le basi per un approccio più realistico allo studio del comportamento economico.

In questo contesto, un riferimento fondamentale è rappresentato dal lavoro di Herbert A. Simon, che introduce il concetto di razionalità limitata (*bounded rationality*). Secondo Simon (1955, 1957), gli individui operano in contesti caratterizzati da informazione incompleta, capacità cognitive limitate e vincoli di tempo, elementi che rendono irrealistica l'ipotesi di ottimizzazione perfetta. I decisori, anziché massimizzare, tendono pertanto a “soddisfare” (*satisficing*), ossia a selezionare alternative sufficientemente buone rispetto agli obiettivi perseguiti. Questa impostazione segna un distacco sistematico dal paradigma dell'agente pienamente razionale e costituisce un antecedente teorico diretto della successiva finanza comportamentale.

A partire dagli anni Settanta, tali intuizioni trovano una formalizzazione più strutturata grazie ai contributi di Kahneman e Tversky, che mostrano come le decisioni in condizioni

di rischio siano sistematicamente influenzate da fattori psicologici e cognitivi. In particolare, la Prospect Theory (Kahneman & Tversky, 1979) rappresenta un punto di svolta: gli individui valutano gli esiti non in termini di livelli assoluti di ricchezza, ma rispetto a un punto di riferimento, manifestando una sensibilità asimmetrica a perdite e guadagni. L'avversione alle perdite implica che le perdite siano percepite come più rilevanti dei guadagni di pari entità, generando scelte difficilmente riconducibili alle previsioni dei modelli razionali.

L'integrazione di tali contributi di matrice psicologica nell'analisi dei mercati finanziari conduce allo sviluppo della finanza comportamentale in senso stretto, con l'obiettivo di spiegare fenomeni empirici non pienamente interpretabili attraverso il paradigma dell'efficienza informativa. In questo filone si colloca il lavoro di Barberis, Shleifer e Vishny (1998), che introduce un modello di *investor sentiment* basato su errori sistematici di interpretazione e aggiornamento delle informazioni. Gli autori mostrano come euristiche cognitive e processi di apprendimento distorti possano generare fenomeni di *underreaction* e *overreaction* dei prezzi rispetto alle nuove informazioni, dando luogo a dinamiche prevedibili dei rendimenti nel medio periodo.

Studi successivi documentano la presenza di anomalie persistenti nei mercati finanziari e suggeriscono che il comportamento degli investitori non sia sempre riconducibile a una razionalità pienamente informata. In particolare, De Bondt (2000) evidenzia come reazioni eccessive o insufficienti alle notizie siano fenomeni ricorrenti nei mercati azionari, rafforzando l'idea che le dinamiche dei prezzi possano essere influenzate anche da fattori psicologici collettivi.

Un elemento centrale dell'approccio comportamentale riguarda inoltre i limiti dell'arbitraggio, che riducono la capacità degli operatori razionali di eliminare rapidamente le inefficienze di prezzo. Come evidenziato da Shleifer e Vishny (1997), l'arbitraggio reale è spesso soggetto a vincoli di capitale, rischi di sincronizzazione e incertezza sull'orizzonte temporale di correzione dei prezzi. Di conseguenza, anche quando gli investitori riconoscono una sopravvalutazione o sottovalutazione di

un'attività, possono risultare riluttanti o impossibilitati ad agire, consentendo alle distorsioni di persistere nel tempo.

Nel complesso, la finanza comportamentale si configura come un approccio complementare alla finanza tradizionale, volto a migliorarne la capacità descrittiva. Come osservato da Shiller (2003), i mercati riflettono una combinazione di razionalità ed elementi comportamentali, rendendo utile un quadro teorico più flessibile e realistico. Tali considerazioni diventano particolarmente rilevanti quando l'analisi si estende dalle decisioni di investimento individuali alle scelte strategiche delle imprese: nelle operazioni di crescita esterna – e in particolare nelle fusioni e acquisizioni – valutazioni, negoziazioni e integrazione organizzativa amplificano l'impatto dei bias del management. Su questi aspetti si concentrano i paragrafi successivi, preparando il terreno per l'analisi di casi concreti.

2.2 I Principali Bias Cognitivi

La finanza comportamentale identifica una serie di bias cognitivi sistematici che influenzano il modo in cui individui e organizzazioni elaborano informazioni e assumono decisioni in condizioni di incertezza. Tali distorsioni non sono semplici errori occasionali, ma schemi ricorrenti di comportamento che possono emergere anche in presenza di elevata competenza ed esperienza, mettendo in discussione l'ipotesi di razionalità piena (Kahneman & Tversky, 1979).

Nel contesto aziendale, questi bias assumono un peso particolare poiché incidono direttamente sulle decisioni strategiche del management, quali la valutazione di progetti di investimento, la gestione del rischio, le operazioni di fusione e acquisizione e l'allocazione delle risorse. A differenza dell'investitore individuale, il decisore manageriale opera spesso in ambienti caratterizzati da elevata complessità informativa, pressione competitiva e responsabilità organizzative, condizioni che possono amplificare l'impatto delle distorsioni sui processi decisionali (Bazerman & Moore, 2009).

Nei paragrafi che seguono vengono analizzati i principali bias cognitivi rilevanti ai fini dell'analisi finanziaria e strategica, con particolare attenzione alle implicazioni per il comportamento dei manager e per le decisioni di investimento aziendale.

2.2.1 Overconfidence e Hubris bias

Tra i bias maggiormente studiati nella letteratura economico-finanziaria, l'overconfidence occupa una posizione centrale. Essa si manifesta come tendenza a sovrastimare le proprie capacità, la precisione delle proprie informazioni e il controllo sugli eventi futuri, generando valutazioni eccessivamente ottimistiche degli esiti attesi (Kahneman & Tversky, 1979).

Nel contesto manageriale, l'overconfidence assume spesso la forma del cosiddetto hubris bias, ossia una fiducia eccessiva del top management nelle proprie competenze e nella capacità di creare valore tramite scelte strategiche complesse. Il fenomeno è particolarmente rilevante nelle operazioni di fusione e acquisizione, dove i manager possono sopravvalutare i benefici attesi e sottostimare rischi e difficoltà di integrazione.

Evidenze empiriche mostrano come CEO con elevati livelli di overconfidence tendano a intraprendere più frequentemente acquisizioni, spesso pagando premi più elevati rispetto al valore fondamentale delle imprese target. In questi casi, la decisione non dipende soltanto da valutazioni economico-finanziarie oggettive, ma risente della percezione soggettiva delle capacità manageriali e delle aspettative di successo (Malmendier & Tate, 2008).

La presenza di overconfidence contribuisce inoltre a comprendere perché alcune strategie di crescita possano essere accolte con entusiasmo iniziale e poi ridimensionate da correzioni successive. Decisioni basate su aspettative eccessivamente ottimistiche possono infatti innescare reazioni di mercato che, nel tempo, vengono riviste alla luce dei risultati effettivi, evidenziando come distorsioni individuali possano riflettersi anche a livello aggregato (De Bondt, 2020). In operazioni di grande scala, dove le sinergie promesse e le valutazioni implicano assunzioni forti, questo meccanismo diventa

particolarmente rilevante e costituisce una chiave di lettura utile per casi emblematici di M&A.

Nel complesso, l'overconfidence rappresenta un bias critico per il management, poiché può condurre a un'eccessiva assunzione di rischio, a decisioni di investimento inefficienti e a una sottovalutazione delle informazioni contrarie alle ipotesi iniziali, ampliando il divario tra comportamento teoricamente razionale e decisioni effettivamente osservate.

2.2.2 Loss aversion

Un contributo centrale della finanza comportamentale è il concetto di loss aversion, introdotto da Kahneman e Tversky (1979) nell'ambito della Prospect Theory. Secondo tale impostazione, gli individui tendono a percepire le perdite come psicologicamente più rilevanti dei guadagni di pari entità, assumendo decisioni in relazione a variazioni rispetto a un punto di riferimento e mostrando una marcata sensibilità agli esiti negativi.

Nel contesto manageriale, la loss aversion è rilevante perché può tradursi in riluttanza ad accettare perdite immediate e certe, anche quando tali perdite sarebbero funzionali a evitare esiti peggiori nel lungo periodo. Ciò può manifestarsi nella resistenza a disinvestire da progetti non più redditizi, nel rinvio di ristrutturazioni o riorganizzazioni necessarie per timore dei costi iniziali, oppure nella tendenza a prolungare strategie inefficienti già avviate pur di evitare la cristallizzazione di una perdita.

È importante sottolineare come la loss aversion non debba essere confusa con un atteggiamento di prudenza razionale. La prudenza implica una valutazione ponderata di rischi e benefici attesi, orientata alla massimizzazione del valore nel tempo; mentre la loss aversion può generare rigidità e, in alcuni casi, comportamenti paradossalmente più rischiosi volti al "recupero delle perdite" e al rinvio del riconoscimento dell'esito negativo. Come discusso nella letteratura sul *judgment in managerial decision making*, tali dinamiche emergono con particolare forza nei processi decisionali complessi e interdipendenti, dove la gestione di responsabilità, reputazione e consenso interno amplifica l'effetto dei bias, contribuendo a rafforzare fenomeni di inerzia strategica e di resistenza al cambiamento (Bazerman & Moore, 2009).

2.2.3 Anchoring e illusion of control

Un ulteriore insieme di distorsioni rilevanti per le decisioni manageriali è rappresentato dall'anchoring e dall'illusion of control, due bias distinti ma spesso interconnessi nelle scelte strategiche complesse.

L'anchoring bias, introdotto da Kahneman e Tversky (1974), descrive la tendenza a fare eccessivo affidamento su un valore iniziale nel formulare stime successive. Anche quando l'ancora è arbitraria o incompleta, tende a influenzare il giudizio finale, riducendo la capacità di aggiornare pienamente le valutazioni alla luce di nuove informazioni.

In azienda, l'ancoraggio si manifesta frequentemente nelle stime finanziarie, nelle valutazioni e nelle negoziazioni: performance storiche, target fissati nelle fasi iniziali e benchmark di mercato possono diventare punti di riferimento rigidi, condizionando in modo significativo le scelte successive. Nelle operazioni di M&A, ad esempio, una valutazione preliminare o un range di prezzo iniziale può condizionare l'intero processo, rendendo più difficile rivedere ipotesi e condizioni quando emergono informazioni nuove.

A tale meccanismo si collega l'illusion of control, ovvero la tendenza a sovrastimare il grado di controllo su eventi altamente incerti. Nei ruoli apicali, l'esperienza e la responsabilità possono rafforzare la convinzione di poter gestire rischi e complessità oltre quanto realisticamente possibile. L'interazione tra ancoraggio e illusione di controllo può produrre rigidità e sottovalutazione dei rischi, ostacolando l'adattamento strategico, soprattutto in contesti dinamici e competitivi (Bazerman & Moore, 2009).

2.2.4 Confirmation bias e escalation of commitment

Rimanendo in ambito manageriale, il confirmation bias e l'escalation of commitment costituiscono distorsioni spesso strettamente collegate, e particolarmente rilevanti nelle scelte strategiche di grande impatto.

Il confirmation bias consiste nella tendenza a selezionare e interpretare le informazioni in modo selettivo, privilegiando quelle coerenti con le convinzioni o le decisioni già assunte e trascurando, minimizzando o reinterpretando le evidenze contrarie. Ciò riduce la capacità di valutare in modo imparziale segnali nuovi o dissonanti, rafforzando progressivamente le ipotesi iniziali anche quando il contesto cambia (Kahneman & Tversky, 1979).

In ambito manageriale, questa distorsione emerge spesso dopo l'avvio di una decisione strategica: una volta definita una linea d'azione – ad esempio un investimento, un piano di espansione o un'acquisizione – cresce l'incentivo a leggere i dati successivi come conferma della bontà della scelta effettuata, riducendo l'attenzione verso segnali di rischio o di potenziale fallimento, anche per ragioni reputazionali e di coerenza verso stakeholder interni ed esterni.

L'escalation of commitment rappresenta l'evoluzione dinamica di tale distorsione e descrive la tendenza a continuare a investire risorse in un progetto nonostante evidenze crescenti di risultati negativi. Anziché rivedere o abbandonare la decisione, i decisori aumentano l'impegno nel tentativo di recuperare perdite e giustificare l'investimento iniziale. In contesti organizzativi complessi, tali dinamiche possono essere amplificate da sistemi di incentivazione, obiettivi di breve periodo e costi reputazionali legati all'ammissione dell'errore (Bazerman & Moore, 2009). Nelle operazioni di M&A, dove l'impegno finanziario e strategico è elevato, questo meccanismo può ritardare correttivi e aggravare gli effetti negativi nel medio periodo.

2.2.5 Status quo bias

Lo status quo bias indica la tendenza a preferire il mantenimento della situazione esistente rispetto a alternative che comportano cambiamenti, anche quando queste ultime risultano potenzialmente più efficienti o vantaggiose. Tale resistenza sistematica al cambiamento deriva non tanto da una valutazione razionale di costi e benefici, quanto da fattori psicologici legati a avversione all'incertezza, responsabilità percepita e timore delle conseguenze associate a scelte innovative (Samuelson & Zeckhauser, 1988).

Nel contesto manageriale, le decisioni strategiche implicano spesso la modifica di assetti organizzativi consolidati, modelli di business esistenti o relazioni di potere interne all'impresa. In tali situazioni, il mantenimento dello stato attuale viene percepito come l'opzione "meno rischiosa", anche quando il contesto competitivo suggerirebbe la necessità di un cambiamento. Questa preferenza per la continuità può condurre a una sottovalutazione delle opportunità emergenti e a una risposta tardiva a shock esterni o trasformazioni del mercato.

Inoltre, lo status quo bias si intreccia con altri bias: loss aversion, escalation of commitment e confirmation bias possono rafforzare l'inerzia decisionale (Bazerman & Moore, 2009). Nelle fasi di integrazione post-acquisizione, questo può tradursi in difficoltà nell'implementare cambiamenti organizzativi necessari, riducendo la capacità di realizzare le sinergie promesse.

2.3 Il Ruolo delle Variabili Individuali e Contestuali: Genere, Età, Esperienza, Cultura Finanziaria e Aziendale

La letteratura di finanza comportamentale e di strategia aziendale ha progressivamente esteso l'analisi dei bias cognitivi dal livello astratto dell'investitore rappresentativo a quello dei decisori reali, ponendo l'attenzione sulle caratteristiche osservabili del management come possibili determinanti sistematiche dei processi decisionali. In questa prospettiva, le distorsioni cognitive non sono interpretate come deviazioni casuali o episodiche, ma come esiti prevedibili di specifici tratti demografici, esperienziali e organizzativi dei manager.

Questo approccio si inserisce nella prospettiva teorica della Upper Echelons Theory, secondo cui scelte strategiche e performance aziendali non riflettono solo valutazioni razionali, ma anche caratteristiche cognitive, valori e percezioni del top management team (Hambrick & Mason, 1984). Le imprese non agiscono quindi come entità astratte e pienamente razionali, bensì attraverso individui chiamati a prendere decisioni complesse in condizioni di incertezza, rendendo centrali le caratteristiche individuali dei decisori nel processo di formulazione delle strategie aziendali.

Tra le variabili più analizzate rientrano l'età, il genere, il background professionale, l'esperienza pregressa e la tenure manageriale, elementi che possono influenzare l'attitudine al rischio, la valutazione delle alternative e la propensione a specifici bias.

Un primo ambito di analisi riguarda l'età ed l'esperienza manageriale. Studi empirici suggeriscono che manager più giovani o con percorsi professionali caratterizzati da elevata mobilità tendano a adottare strategie più aggressive e ad assumere livelli di rischio superiori, mentre l'anzianità ed l'esperienza sono spesso associate a scelte più prudenti e conservative (Hambrick, 2007). Tuttavia, una maggiore esperienza non implica necessariamente maggiore efficienza: l'accumularsi di successi passati può irrigidire gli schemi interpretativi e ridurre la disponibilità a rivedere ipotesi consolidate.

Un secondo ambito riguarda le differenze di genere nei processi decisionali manageriali. Numerosi studi evidenziano che, in media, una maggiore presenza femminile in ruoli decisionali è associata a minore propensione al rischio e a valutazioni più prudenti, soprattutto in contesti di elevata incertezza (Croson & Gneezy, 2009; Adams & Ferreira, 2009). Tali differenze non vanno lette in termini di superiorità decisionale, ma come espressione di attitudini e stili di valutazione che possono incidere sull'emergere o sulla mitigazione di bias come overconfidence e strategie eccessivamente aggressive.

In questa prospettiva, la composizione degli organi decisionali è rilevante non solo per ragioni di rappresentanza, ma anche in relazione alla qualità del processo decisionale. La letteratura sulla governance aziendale suggerisce che una maggiore eterogeneità nei consigli di amministrazione e nei top management team favorisca un confronto più articolato e riduca il rischio di decisioni troppo omogenee o ancorate a valutazioni iniziali condivise (Carpenter et al., 2004).

Tali considerazioni trovano riscontro anche sul piano istituzionale. In Italia, la Legge 12 luglio 2011, n. 120 ha introdotto quote di genere nei consigli di amministrazione e nei collegi sindacali delle società quotate, promuovendo maggiore diversità nella composizione degli organi di governance. Pur non essendo concepito con finalità

esplicitamente comportamentali, l'intervento normativo incide su una leva che la letteratura considera rilevante per i processi decisionali collettivi e, potenzialmente, per la mitigazione di fenomeni come eccesso di omogeneità e propensione al rischio.

Un'ulteriore prospettiva riguarda il rapporto tra esperienza, successo passato e overconfidence manageriale. Malmendier e Tate (2008) mostrano come dirigenti eccessivamente fiduciosi nelle proprie capacità siano più propensi a sovrastimare sinergie attese, sottovalutare i rischi e intraprendere acquisizioni distruttive di valore. Il bias non appare quindi episodico, ma può configurarsi come tratto persistente che influenza sistematicamente la strategia.

Nel complesso, l'analisi delle variabili individuali e contestuali consente di collegare in modo diretto i bias cognitivi alle decisioni strategiche reali delle imprese, mostrando come le scelte aziendali richiedano attenzione al profilo dei decisori e al contesto organizzativo in cui operano.

2.4 Conseguenze Pratiche dei Bias a Livello Aziendale: Errori di Valutazione, Acquisizioni Fallite, Integrazioni Mancanti

L'emergere dei bias cognitivi nei processi decisionali manageriali non rimane confinato a un piano teorico, ma produce conseguenze concrete sulle scelte strategiche delle imprese. Quando decisioni di investimento, finanziamento e crescita vengono assunte in presenza di distorsioni percettive e valutative, gli effetti possono manifestarsi come errori di allocazione del capitale, operazioni distruttive di valore e criticità nei processi di integrazione e adattamento organizzativo (Baker, Ruback, & Wurgler, 2004).

Un primo ambito riguarda i processi di valutazione economico-finanziaria. Bias come overconfidence, ottimismo e ancoraggio possono condurre a sovrastimare i flussi di cassa attesi, sottovalutare i rischi e attribuire eccessivo peso a ipotesi iniziali non pienamente aggiornate. In tali condizioni, strumenti formalmente razionali – ad esempio il valore attuale netto – possono essere applicati in modo distorto, non tanto per carenze

metodologiche quanto per assunzioni cognitive viziate. Il risultato può essere una selezione subottimale dei progetti e una tendenza al sovrainvestimento, soprattutto in fasi di espansione o in presenza di successi pregressi (Baker et al., 2004).

Una seconda area critica riguarda le operazioni di fusione e acquisizione. La letteratura evidenzia come l'eccessiva fiducia nelle capacità valutative e nella realizzabilità delle sinergie possa favorire il pagamento di premi elevati e l'assunzione di rischi non pienamente giustificati dai fondamentali economici. In tali circostanze, l'*hubris bias* può tradursi in acquisizioni che, pur apparendo coerenti *ex ante*, generano distruzione di valore nel medio-lungo periodo (Roll, 1986). Evidenze empiriche mostrano inoltre che dirigenti *overconfident* sono più inclini a perseguire acquisizioni e meno inclini a riconoscerne tempestivamente i limiti, soprattutto dopo esperienze di successo (Malmendier & Tate, 2008). In casi di grande visibilità, aspettative elevate e forte attenzione mediatica possono amplificare tali meccanismi, rendendo centrale il modo in cui valutazioni e narrazioni strategiche vengono costruite.

Un ulteriore profilo riguarda le difficoltà nei processi di integrazione post-acquisizione e di revisione strategica. Bias come *loss aversion* ed *escalation of commitment* possono indurre i manager a perseverare in strategie inefficienti, rinviare dismissioni necessarie o mantenere asset non più coerenti con gli obiettivi aziendali, per evitare la cristallizzazione di perdite. In linea con la *Prospect Theory*, le perdite risultano psicologicamente più rilevanti dei guadagni di pari entità, rendendo più difficile l'ammissione dell'errore e la revisione delle scelte (Kahneman & Tversky, 1979). In questi casi, l'inerzia decisionale riflette una resistenza cognitiva piuttosto che vincoli organizzativi o contrattuali (Bazerman & Moore, 2009).

Infine, i bias cognitivi possono incidere sulle politiche finanziarie e di governance, influenzando struttura del capitale, distribuzione degli utili e tempistica delle operazioni sul mercato. L'ottimismo manageriale può favorire preferenze non pienamente coerenti con le condizioni fondamentali dell'impresa, mentre la percezione distorta delle valutazioni di mercato può condurre a decisioni di emissione o riacquisto discutibili. In questo senso, i meccanismi di governance assumono un ruolo cruciale nel mitigare

l'impatto delle distorsioni individuali, fungendo anche da dispositivi di correzione cognitiva (Baker et al., 2004).

Nel complesso, l'analisi delle conseguenze pratiche dei bias a livello aziendale evidenzia come le distorsioni cognitive non siano anomalie marginali, ma fattori strutturali in grado di influenzare traiettorie strategiche e risultati economici. Tale prospettiva pone le basi per l'analisi di casi specifici e per l'approfondimento delle implicazioni operative e dei meccanismi di mitigazione, che saranno oggetto del capitolo successivo.

Capitolo 3 – Bias Cognitivi e fallimento strategico: il caso AOL – Time Warner

3.1 Contesto storico ed economico

La fusione tra America Online (AOL) e Time Warner si colloca nel contesto della cosiddetta *dot-com bubble*, una fase storica caratterizzata da una forte espansione dei mercati azionari e da valutazioni estremamente elevate delle imprese operanti nei settori tecnologico e Internet. Tra la seconda metà degli anni Novanta e l'inizio del 2000, l'innovazione digitale e la diffusione di Internet alimentarono aspettative di crescita eccezionali, inducendo gli investitori a premiare le aziende della *new economy* – ossia imprese operanti nei settori tecnologici e digitali, caratterizzate da modelli di business innovativi e da forti aspettative di crescita futura – sulla base di prospettive future più che di risultati economico-finanziari effettivi. In questo clima, le quotazioni di molte società tecnologiche risultavano frequentemente scollegate dai fondamentali economico-finanziari, dando origine a dinamiche strutturalmente speculative (Shiller, 2000).

In questo scenario, AOL rappresentava uno dei principali simboli della *new economy*. Fondata come Internet Service Provider, l'azienda aveva conosciuto una crescita rapidissima grazie all'aumento del numero di abbonati e alla diffusione dell'accesso domestico a Internet. Il suo modello di business si fondava prevalentemente su ricavi da abbonamenti e pubblicità online, in un contesto in cui la dimensione della base utenti veniva considerata un indicatore chiave del valore aziendale. La capitalizzazione di mercato di AOL rifletteva quindi aspettative molto elevate circa la sua capacità di guidare l'evoluzione dell'economia digitale, nonostante una redditività ancora instabile e flussi di cassa fortemente dipendenti dalle condizioni del mercato pubblicitario.

Time Warner, al contrario, incarnava il modello tradizionale della cosiddetta *old economy*. Il gruppo era uno dei maggiori conglomerati mediatici a livello globale, con attività consolidate nei settori dell'editoria, del cinema, della televisione via cavo e dell'intrattenimento. Il suo modello di business si basava su asset tangibili, marchi

riconosciuti e flussi di cassa relativamente stabili, ma veniva percepito dagli investitori come meno dinamico e con prospettive di crescita più contenute rispetto alle imprese digitali emergenti.

In questo quadro, l'idea di una convergenza tra media tradizionali e tecnologia digitale appariva non solo plausibile, ma strategicamente inevitabile. La possibilità di integrare contenuti di qualità con piattaforme di distribuzione online veniva interpretata come una fonte di sinergie rilevanti e di vantaggi competitivi duraturi. Questa visione era ampiamente condivisa da analisti, management e autorità di regolamentazione, che vedevano nell'operazione un passaggio coerente con l'evoluzione strutturale del settore dei media e delle comunicazioni (Federal Trade Commission, 2000).

Tale contesto storico ed economico costituì il presupposto ideologico e finanziario su cui si fondò la fusione AOL–Time Warner, creando un ambiente particolarmente favorevole a valutazioni ottimistiche, aspettative elevate e decisioni strategiche assunte in condizioni di forte incertezza. Proprio queste caratteristiche rendono l'operazione un caso emblematico per l'analisi dei bias cognitivi applicati alle decisioni di investimento e di crescita aziendale.

3.2 Analisi della fusione AOL-Time Warner: obiettivi dichiarati e dinamiche operative

L'operazione di fusione tra America Online e Time Warner fu annunciata nel gennaio 2000 e completata nel 2001, configurandosi come una fusione interamente azionaria (stock-for-stock merger). La valutazione complessiva dell'operazione fu stimata in circa 165 miliardi di dollari, rendendola, per dimensioni e rilevanza strategica, una delle più grandi fusioni della storia aziendale contemporanea (Securities and Exchange Commission, 2001).

Dal punto di vista finanziario, la struttura dell'operazione rifletteva in modo evidente le valutazioni di mercato prevalenti nel pieno della bolla dot-com. Il rapporto di concambio

– asimmetrico tra le azioni delle due società – prevedeva che gli azionisti AOL ricevessero un'azione della nuova AOL Time Warner per ogni azione posseduta, mentre agli azionisti Time Warner venivano assegnate circa 1,5 azioni della nuova entità per ciascuna azione detenuta.

Tale struttura implicava che gli azionisti AOL detenessero approssimativamente il 55% del capitale della nuova società, contro circa il 45% attribuito agli azionisti Time Warner, nonostante la maggiore solidità patrimoniale e la stabilità dei flussi di cassa di quest'ultima. La distribuzione del controllo rifletteva quindi valutazioni fortemente influenzate dalle aspettative di crescita tipiche del settore Internet nel periodo precedente allo scoppio della bolla, più che da un confronto basato sui fondamentali economico-finanziari delle due imprese (Securities and Exchange Commission, 2001; Shiller, 2000).

Dal punto di vista strategico, il management presentò la fusione come un passaggio chiave verso la creazione di un gruppo integrato capace di sfruttare appieno le potenzialità della convergenza tra contenuti tradizionali e piattaforme digitali. L'operazione mirava a combinare l'ampio portafoglio di contenuti editoriali, televisivi e cinematografici di Time Warner con le infrastrutture tecnologiche, la base utenti e i canali di distribuzione digitale di AOL. Gli obiettivi dichiarati includevano l'espansione dei ricavi pubblicitari online, la distribuzione dei contenuti Time Warner attraverso i canali digitali di AOL e il rafforzamento della posizione competitiva del gruppo nel nascente mercato dei media digitali (Federal Trade Commission, 2000).

Tali obiettivi si fondavano sull'idea che l'integrazione verticale tra produzione dei contenuti e distribuzione digitale avrebbe consentito di sfruttare economie di scala, economie di scopo e vantaggi di first mover in un settore caratterizzato da rapida evoluzione tecnologica. La fusione venne quindi presentata come una risposta strategica alla crescente competizione nel mercato dei media e come un modello di riferimento per la nuova economia digitale, in cui la distinzione tra media tradizionali e Internet appariva sempre più sfumata.

Dal punto di vista operativo, tuttavia, il processo di integrazione si rivelò fin dalle prime fasi particolarmente complesso. Le due imprese presentavano strutture organizzative, modelli di governance e culture aziendali profondamente differenti. AOL operava secondo una logica tipica delle imprese tecnologiche, fortemente orientata alla crescita rapida, alla sperimentazione e all'assunzione di rischio, mentre Time Warner manteneva un approccio più tradizionale, focalizzato sulla gestione dei contenuti, sul controllo dei costi e sulla stabilità dei flussi di cassa.

Queste divergenze organizzative e culturali ostacolarono il coordinamento delle attività e rallentarono l'implementazione delle strategie comuni, riducendo in modo significativo la capacità del gruppo di realizzare le sinergie inizialmente promesse. Tali difficoltà emergono chiaramente anche nelle comunicazioni successive al completamento della fusione e nei documenti ufficiali depositati presso la SEC, che evidenziano ritardi operativi, revisioni strategiche e crescenti tensioni interne al gruppo (Securities and Exchange Commission, 2002; Securities and Exchange Commission, 2003).

3.3 Bias cognitivi emersi

L'analisi della fusione AOL–Time Warner evidenzia come il processo decisionale sia stato significativamente influenzato da diversi bias cognitivi, che hanno contribuito a orientare le valutazioni strategiche e finanziarie in modo distorto rispetto ai fondamentali economico-finanziari delle due imprese.

Un primo elemento centrale è rappresentato dall'overconfidence, intesa come la tendenza del management a sovrastimare la propria capacità di prevedere l'evoluzione del mercato e di gestire un'operazione di integrazione di dimensioni e complessità eccezionali. Il rapido successo di AOL nel periodo precedente alla fusione rafforzò una fiducia eccessiva nelle proprie competenze strategiche e tecnologiche, inducendo i vertici aziendali a sottovalutare i rischi legati alla sostenibilità del modello di business e alle difficoltà operative di una fusione tra realtà profondamente diverse (Malmendier & Tate, 2005).

Strettamente connesso all'overconfidence emerge l'hubris bias, che si manifesta nella convinzione che le sinergie attese dall'operazione fossero tali da giustificare valutazioni estremamente elevate e condizioni di fusione favorevoli ad AOL. In questo contesto, la capitalizzazione di mercato dell'azienda – fortemente sostenuta dalla bolla dot-com – venne implicitamente assunta come indicatore attendibile del suo valore reale, trascurando il carattere speculativo e temporaneo di tali valutazioni. Tale distorsione contribuì a legittimare un rapporto di concambio che rifletteva più le aspettative di crescita tipiche del settore Internet che un confronto basato sulla solidità patrimoniale e sulla capacità di generazione di flussi di cassa delle due imprese.

Un ulteriore bias rilevante è il confirmation bias, che contribuì a rafforzare le decisioni già assunte e a consolidare la narrativa strategica della “convergenza inevitabile” tra media tradizionali e Internet. Informazioni e analisi coerenti con questa visione vennero privilegiate, mentre segnali critici – quali le profonde differenze culturali e organizzative tra AOL e Time Warner, nonché la fragilità del modello di ricavi di AOL – furono minimizzati o interpretati come ostacoli temporanei destinati a essere superati dall'integrazione (Cartwright & Cooper, 1996).

Nel complesso, l'interazione tra overconfidence, hubris e confirmation bias contribuì a creare un contesto decisionale caratterizzato da aspettative eccessivamente ottimistiche e da una sottovalutazione sistematica dei rischi, ponendo le basi per gli esiti negativi che si manifesteranno sul piano economico-finanziario negli anni successivi alla fusione.

3.4 Conseguenze economico-finanziarie: svalutazioni, impatti sugli azionisti, disallineamenti tra attese e realtà

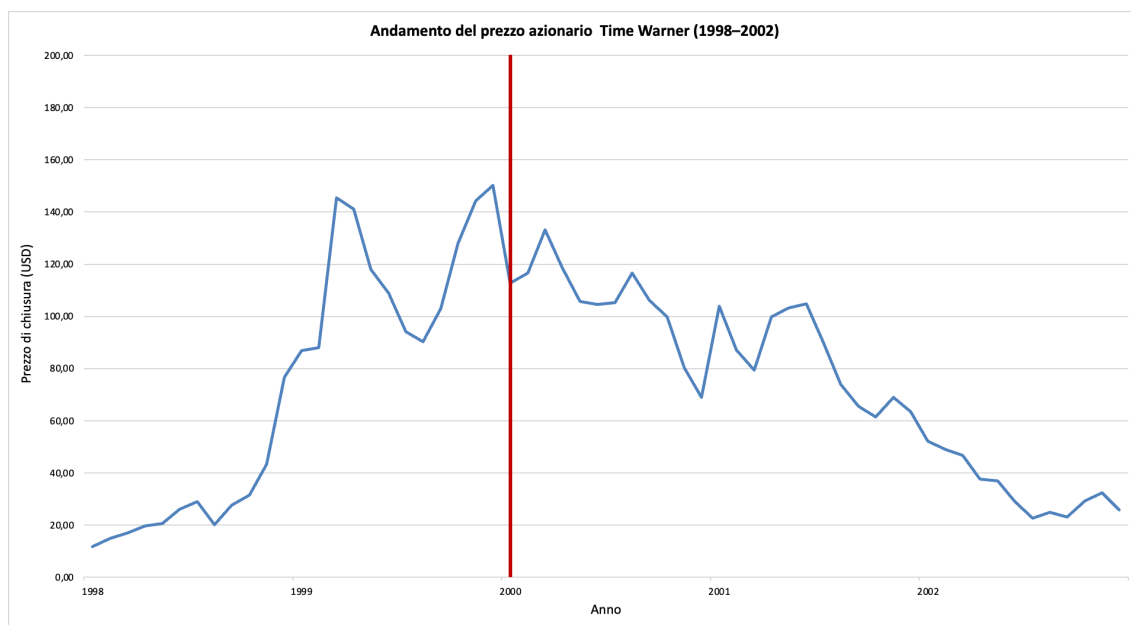
Le conseguenze economico-finanziarie della fusione AOL–Time Warner furono rapide e di ampia portata. A partire dal 2001, il gruppo registrò un marcato deterioramento della performance di mercato, accompagnata da ingenti rettifiche contabili legate in larga parte al ridimensionamento delle aspettative di crescita associate alle attività Internet. Nel 2002, la società annunciò una delle più consistenti svalutazioni di avviamento della storia

aziendale, per un ammontare superiore ai 90 miliardi di dollari, riflettendo il crollo delle aspettative di crescita associate al business Internet e l'eccessiva valorizzazione iniziale dell'operazione (Securities and Exchange Commission, 2002).

L'impatto negativo della fusione si rifletté direttamente sugli azionisti, determinando una significativa distruzione di valore e un marcato disallineamento tra le attese formulate al momento dell'annuncio e i risultati effettivamente conseguiti. In particolare, la struttura dell'operazione – che aveva attribuito agli azionisti AOL una quota di controllo prevalente nella nuova entità sulla base di valutazioni di mercato fortemente influenzate dalla bolla dot-com – contribuì ad amplificare ex post le perdite. Il rapido ridimensionamento del valore di AOL si tradusse infatti in un deterioramento complessivo della capitalizzazione del gruppo, penalizzando anche gli azionisti di Time Warner, nonostante la maggiore solidità dei suoi fondamentali economico-finanziari.

Tali dinamiche emergono con chiarezza anche dall'analisi dell'andamento del prezzo azionario di Time Warner nel periodo compreso tra il 1998 e il 2002, riportato nella Figura 3.1.

Figura 3.1 – Andamento del prezzo azionario di Time Warner (1998–2002)
La linea verticale indica l'annuncio della fusione AOL–Time Warner nel 2000.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Investing.com.

Come evidenziato dalla figura, il titolo Time Warner mostra una crescita significativa nella fase antecedente la fusione, coerente con il clima di euforia dei mercati finanziari alla fine degli anni Novanta. Tuttavia, a partire dall'annuncio dell'operazione e, con maggiore intensità, nel periodo successivo, il prezzo azionario intraprende una traiettoria discendente persistente. Tale andamento segnala una progressiva revisione al ribasso delle aspettative da parte del mercato, che incorpora via via informazioni coerenti con la mancata realizzazione delle sinergie promesse e con le difficoltà operative emerse nel processo di integrazione.

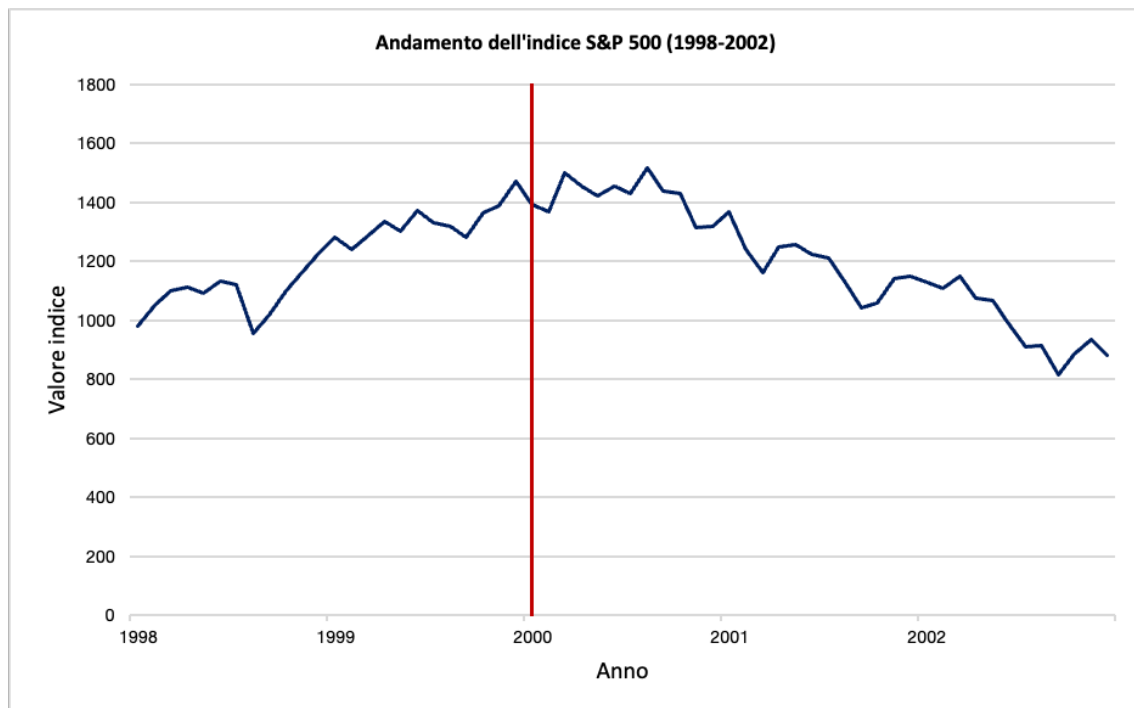
La discontinuità osservabile tra la fase pre-merger e quella post-merger suggerisce che la fusione abbia rappresentato un punto di svolta nella valutazione di Time Warner da parte degli investitori. In questo senso, il grafico non riflette semplicemente l'effetto dello scoppio della bolla Internet, ma anche l'impatto specifico di una strategia di crescita basata su assunzioni eccessivamente ottimistiche. La sovrastima dei benefici dell'integrazione, alimentata da overconfidence e hubris manageriale, si tradusse in decisioni di investimento e di governance che il mercato rivalutò negativamente nel medio periodo.

Come sottolineato da analisi successive, il fallimento della fusione non può quindi essere attribuito esclusivamente a fattori macroeconomici – quali il deterioramento del contesto tecnologico e finanziario globale – ma riflette anche errori strategici e distorsioni cognitive interne al processo decisionale (Wharton Knowledge, 2003). Le conseguenze economico-finanziarie osservate rappresentano così l'esito concreto dell'interazione tra valutazioni di mercato sistematicamente speculative, un rapporto di concambio sbilanciato e una sottovalutazione della complessità dell'integrazione tra due modelli di business profondamente diversi.

Al fine di distinguere l'andamento specifico del titolo dal contesto generale di mercato, è utile confrontare la dinamica di Time Warner con quella dell'indice azionario statunitense S&P 500 nel medesimo periodo (Figura 3.2).

Figura 3.2 – Andamento dell'indice S&P 500 (1998–2002)

La linea verticale indica l'annuncio della fusione AOL–Time Warner nel 2000.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati FRED (Federal Reserve Economic Data)

Come evidenziato dalla figura, anche il mercato azionario nel suo complesso registra una fase di crescita fino al 2000, seguita da una flessione tra il 2000 e il 2002, in coincidenza con lo scoppio della bolla dot-com. Tuttavia, il confronto tra le due dinamiche suggerisce che la performance negativa di AOL–Time Warner non sia spiegabile esclusivamente con l'andamento congiunturale del mercato. Mentre l'indice riflette un ciclo generale di espansione e successiva correzione, il titolo legato alla fusione evidenzia una perdita di valore più marcata e persistente, coerente con una revisione strutturale delle aspettative relative alla sostenibilità del progetto industriale.

In questa prospettiva, il deterioramento della capitalizzazione di AOL–Time Warner assume un significato che va oltre la semplice correzione ciclica dei mercati: esso rappresenta la materializzazione finanziaria di scelte strategiche influenzate da overconfidence, hubris e confirmation bias, le cui conseguenze si sono tradotte in una distruzione di valore non pienamente recuperata nel medio periodo.

3.5 Conclusioni

Il caso AOL–Time Warner rappresenta un esempio emblematico di come bias cognitivi possano compromettere decisioni strategiche di grande rilevanza economica, anche in presenza di analisi finanziarie formalmente articolate. In particolare, l’overconfidence e l’hubris del management, rafforzati da un contesto di mercato fortemente euforico, condussero a una sistematica sopravvalutazione delle sinergie potenziali e a una sottovalutazione dei rischi operativi, organizzativi e culturali connessi a un processo di integrazione di dimensioni senza precedenti (Malmendier & Tate, 2005; Shiller, 2000). L’analisi del rapporto di concambio e della distribuzione del controllo azionario evidenzia come le valutazioni di mercato prevalenti nel pieno della bolla dot-com abbiano inciso in modo determinante sulla struttura dell’operazione. L’attribuzione di una quota maggioritaria della nuova entità agli azionisti AOL, fondata su aspettative di crescita estremamente ottimistiche, amplificò ex post le conseguenze negative della fusione, poiché il rapido ridimensionamento del valore di AOL si tradusse in una distruzione di valore significativa per l’intero gruppo (Securities and Exchange Commission, 2001).

Come mostrato dall’andamento del titolo Time Warner nel periodo immediatamente successivo alla fusione, il mercato incorporò progressivamente informazioni coerenti con il mancato conseguimento delle sinergie promesse e con il fallimento della strategia di convergenza tra media tradizionali e Internet. Tale dinamica conferma come il fallimento dell’operazione non possa essere attribuito esclusivamente a fattori macroeconomici, quali lo scoppio della bolla Internet, ma rifletta anche errori strategici radicati in distorsioni cognitive sistematiche e in una lettura parziale dei fondamentali economico-finanziari (Wharton Knowledge, 2003; BBC News, 2003).

Nel complesso, il caso AOL–Time Warner sottolinea l’importanza di integrare l’analisi finanziaria tradizionale con una prospettiva comportamentale, in grado di spiegare perché decisioni apparentemente razionali e ampiamente condivise possano condurre a esiti fortemente negativi. In tal senso, la fusione costituisce un riferimento paradigmatico per lo studio dei limiti della razionalità manageriale nei processi di crescita per linee esterne e per la valutazione critica delle operazioni di merger and acquisition in contesti di forte incertezza e innovazione tecnologica.

A conferma degli effetti strutturali della fusione, l'evoluzione successiva delle due entità evidenzia il venir meno del progetto industriale originario. Nel corso degli anni successivi, AOL venne progressivamente ridimensionata fino a essere scorporata dal gruppo nel 2009, mentre Time Warner intraprese un percorso di riorganizzazione e semplificazione che portò alla separazione delle attività non core e, infine, allo scioglimento definitivo della holding nel 2018. Tali sviluppi indicano come la strategia di convergenza alla base della fusione non sia riuscita a generare un modello di business sostenibile nel lungo periodo, rafforzando l'interpretazione dell'operazione come un fallimento strategico piuttosto che come una risposta temporaneamente penalizzata dal contesto macroeconomico (BBC News, 2003; Il Sole 24 Ore, 2012).

Conclusioni

La presente tesi si è proposta di analizzare il ruolo dei bias cognitivi nelle decisioni di investimento e, in particolare, nelle operazioni di fusione e acquisizione, con l'obiettivo di comprendere se e in che misura le distorsioni cognitive possano incidere sulla valutazione delle sinergie attese e contribuire a esiti economicamente negativi. Muovendo dal confronto tra il paradigma della finanza tradizionale e l'approccio della finanza comportamentale, il lavoro ha indagato il divario tra razionalità teorica e comportamento effettivo dei decisori, soffermandosi sulle implicazioni strategiche di tale scarto.

L'analisi teorica ha evidenziato come la finanza comportamentale metta in discussione l'assunto di piena razionalità, mostrando che bias quali overconfidence, hubris e confirmation bias possono alterare sistematicamente la percezione del valore e del rischio. In ambito M&A, tali distorsioni assumono particolare rilevanza, poiché le decisioni si fondano su stime di sinergie future, previsioni di crescita e valutazioni di integrazione organizzativa caratterizzate da elevata incertezza.

L'esame del caso AOL–Time Warner ha consentito di osservare in modo concreto come tali meccanismi possano tradursi in effetti economico-finanziari tangibili. La sopravvalutazione delle prospettive di crescita, la fiducia eccessiva nelle capacità manageriali e la selezione distorta delle informazioni hanno contribuito a sostenere valutazioni non pienamente coerenti con i fondamentali delle imprese coinvolte. Le conseguenze successive – in termini di distruzione di valore per gli azionisti, deterioramento della performance di mercato e significative rettifiche contabili – mostrano come aspettative eccessivamente ottimistiche possano generare effetti persistenti nel medio-lungo periodo.

Un elemento centrale emerso dall'analisi riguarda la distinzione tra fattori macroeconomici e scelte strategiche specifiche. Sebbene lo scoppio della bolla Internet abbia certamente inciso sul contesto generale, l'andamento del titolo rispetto al mercato nel suo complesso suggerisce che una componente rilevante del fallimento sia riconducibile a decisioni interne e a una valutazione incompleta dei rischi di integrazione.

In tal senso, il caso analizzato conferma che le distorsioni cognitive non rappresentano deviazioni marginali, ma fattori strutturali in grado di influenzare traiettorie strategiche e risultati economici.

In termini più generali, il lavoro evidenzia come l'integrazione della prospettiva comportamentale nell'analisi finanziaria non costituisca un semplice arricchimento teorico, bensì una necessità per comprendere pienamente le dinamiche decisionali nei contesti di elevata incertezza. La sola applicazione di modelli quantitativi non è sufficiente a garantire decisioni efficienti se non accompagnata da una consapevolezza critica dei limiti cognitivi che possono condizionare la formazione delle aspettative e la valutazione delle alternative strategiche.

Le evidenze emerse suggeriscono, pertanto, l'importanza di rafforzare i meccanismi di governance e i processi decisionali interni alle imprese, promuovendo una maggiore pluralità di prospettive, una verifica sistematica delle ipotesi di base e una valutazione più prudente delle sinergie attese. In contesti caratterizzati da innovazione tecnologica e dinamiche di mercato fortemente espansive, la capacità di riconoscere e mitigare i bias cognitivi può rappresentare un fattore determinante per la sostenibilità delle operazioni di crescita per linee esterne.

In conclusione, la fusione AOL–Time Warner non costituisce soltanto un episodio storico di particolare rilievo, ma un caso paradigmatico per comprendere i limiti della razionalità manageriale nelle decisioni strategiche complesse. Essa dimostra come decisioni apparentemente coerenti con il clima di mercato possano tradursi in significative perdite di valore quando fondate su aspettative non adeguatamente supportate da un'analisi critica dei fondamentali economico-finanziari e dei rischi di integrazione.

Bibliografia

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. Journal of Financial Economics, 94(2), 291–309.

Baker, M., Ruback, R. S., & Wurgler, J. (2004). *Behavioral corporate finance: A survey* (NBER Working Paper No. 10863). National Bureau of Economic Research.

Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). *A model of investor sentiment*. Journal of Financial Economics, 49(3), 307–343.

Bazerman, M. H., & Moore, D. A. (2009). *Judgment in managerial decision making* (7th ed.). Hoboken, NJ: Wiley.

BBC News. (2003). *AOL Time Warner: What went wrong?*
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/2708965.stm>

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., Edmans, A., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill.

Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*, 30(6), 749–778.

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1996). *Managing mergers, acquisitions and strategic alliances: Integrating people and cultures*. Oxford: Butterworth-Heinemann.

Croson, R., & Gneezy, U. (2009). *Gender differences in preferences*. Journal of Economic Literature, 47(2), 448–474.

De Bondt, W. F. M. (2000). *The psychology of underreaction and overreaction in world equity markets*. In Security Market Imperfections in Worldwide Equity Markets (pp. 65–89).

De Bondt, W. F. M. (2020). Investor and market overreaction: A retrospective. *Review of Behavioral Finance*, 12(1), 11–20.

Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2014). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (9th ed.). Hoboken, NJ: Wiley.

Fama, E. F. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

Federal Trade Commission. (2000). *FTC approves AOL-Time Warner merger with conditions*. <https://www.ftc.gov/>

Federal Reserve Bank of St. Louis. (2024). *S&P 500 [SP500]*. FRED, Federal Reserve Economic Data. <https://fred.stlouisfed.org/series/SP500>

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206.

Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206.

Il Sole 24 Ore. (2012, 25 giugno). *Il sogno di Steve Case spezzato dalla bolla Internet*.

Investing.com. (n.d.). *Time Warner Inc. (TWX) historical data*. <https://www.investing.com>

Jensen, M. C. (1978). *Some anomalous evidence regarding market efficiency*. *Journal of Financial Economics*, 6(2–3), 95–101.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–291.

Malkiel, B. G. (1989). *Efficient market hypothesis*. In J. Eatwell, M. Milgate & P. Newman (Eds.), *Finance* (pp. 127–134). London: Palgrave Macmillan.

Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700.

Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43.

Markowitz, H. M. (1952). *Portfolio selection*. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.

Mishkin, F. S., Eakins, S. G., & Beccalli, E. (2018). *Istituzioni e mercati finanziari* (9^a ed.). Milano: Pearson.

Morera, U., & Marchisio, E. (2012). *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*. *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 19–48.

Roberts, H. V. (1967). *Statistical versus clinical prediction of the stock market*. Unpublished manuscript, University of Chicago.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197–216.

Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). *Status quo bias in decision making*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7–59.

Securities and Exchange Commission. (2001). *Form S-4: AOL Time Warner Inc.*
<https://www.sec.gov>

Securities and Exchange Commission. (2002). *Form 10-K: AOL Time Warner Inc.*
<https://www.sec.gov>

Securities and Exchange Commission. (2002). *Annual Report AOL Time Warner Inc.*
<https://www.sec.gov/>

Securities and Exchange Commission. (2003). *Form 10-K AOL Time Warner Inc.*
<https://www.sec.gov/>

Sharpe, W. F. (1964). *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk.* *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance.* Princeton: Princeton University Press.

Shiller, R. J. (2003). *From efficient markets theory to behavioral finance.* *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52(1), 35-55.

Simon, H. A. (1955). *A behavioral model of rational choice.* *Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99–118.

Simon, H. A. (1957). *Models of man: Social and rational.* New York: Wiley.

Wharton Knowledge. (2003). *The mega-media business model: Doomed to fail or just ahead of its time?* <https://knowledge.wharton.upenn.edu/>