



Razionalità e irrazionalità dei mercati: il ruolo dell'economia comportamentale tra educazione e regolamentazione, paternalismo e antipaternalismo

Elisabetta Righini*

Nel concludere con la mia relazione i lavori di questo Convegno, mi trovo nella difficile posizione di tentare di realizzare una sintesi non solo delle trattazioni che mi hanno preceduto, ma, in un certo senso, di un'esperienza che conta oltre duemila anni di storia. In proposito, vari aspetti hanno, a mio parere, offerto spunti di grande interesse e stimolano in modo particolare la riflessione, permettendo di individuare elementi di continuità che tracciano un filo conduttore attraverso le diverse esperienze che si sono susseguite nel corso di questo lungo arco della storia.

Basti pensare, per dare maggiore concretezza a questa affermazione, a quanto il professor Petrucci ha ricordato con riferimento al principio di letteralità nelle obbligazioni assunte nei confronti del banchiere rispetto alle transazioni commerciali che lo stesso andrà a finanziare. Si tratta evidentemente di un principio che ha la funzione di stimolare, agevolandole, le attività del finanziatore e che è tutt'ora attuale in varie operazioni in cui l'intermediario finanziario interviene per favorire transazioni di carattere commerciale. Si pensi, ad es., rispetto alla pratica finanziaria attuale, a figure come quelle del contratto autonomo di garanzia, o garanzia a prima richiesta, in cui l'astrazione della causa della garanzia rispetto all'obbligazione del debitore principale, quale soggetto finanziato (da intendersi come inopponibilità da parte del garante delle eccezioni relative al rapporto di finanziamento concesso al garantito) agevola la banca finanziatrice nella sua attività di concessione del credito. Tale meccanismo consente infatti a questa di ottenere una stabile garanzia anche quando la transazione che viene ad essere finanziata sia di dubbia validità, come può facilmente avvenire qualora si tratti di un'operazione che rientra nell'ambito del commercio estero e della contrattazione internazionale, e sia potenzialmente soggetta all'applicazione del diritto straniero, con tutti gli elementi di incertezza che ciò può comportare.

* Elisabetta Righini è professore associato di Diritto commerciale presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Urbino.
Indirizzo mail: elisabetta.righini@uniurb.it

Analogamente, assai interessante è il riferimento, nelle precedenti relazioni, ad operazioni di assistenza alla vendita che richiamano le modalità applicate attualmente nell'attività di credito al consumo, in cui l'acquisto da parte del consumatore può avvenire attraverso un finanziamento che viene prestato da un soggetto terzo, rispetto al consumatore e al produttore del bene acquistato.

Fra i tanti altri aspetti degni di rilievo, emersi nel corso dei lavori odierni, va inoltre menzionato il riferimento del prof. Ciambotti al tema della verità delle scritture contabili, in particolar modo in quanto connesso a quello importantissimo dei criteri di valutazione delle poste di bilancio. Basti pensare, a questo proposito, alla questione assai attuale dei criteri di valutazione degli attivi di bilancio basati sul *fair value*, anziché sul costo storico, da non molti anni introdotti anche nel nostro ordinamento. Tali criteri, nel momento in cui il valore di mercato di un bene scende, aumentano il rischio di default per l'impresa che utilizzi siffatte modalità di calcolo del valore dei propri assets, tanto è vero che proprio l'introduzione di criteri di tale tipo, attraverso la generalizzazione dei principi contabili indicati dagli IAS-IFRS, è stata considerata come una delle principali cause della crisi finanziaria di cui abbiamo visto gli effetti devastanti a partire dal 2008.

Ma a parte tali aspetti specifici, che testimoniano l'esistenza di prassi sostanzialmente continue nel corso dei secoli in ambito mercantile, per quanto riguarda alcuni istituti che appaiono particolarmente consoni allo svolgimento dell'attività imprenditoriale, mi sembra che ci sia un più ampio filo conduttore che compare in tutte le relazioni di quest'oggi. Esso riguarda più precisamente il percorso storico attraversato nel tempo dai vari sistemi economici e l'emergere di diversi valori, atteggiamenti e mentalità anche all'interno del più vasto contesto sociale con l'evolversi degli stessi. Infatti, è possibile riscontrare, nell'ambito del mondo del commercio e dell'industria, non solo la ricorrenza di istituti e soluzioni giuridiche e negoziali che si ripetono nel corso dei secoli, in quanto costituiscono espressione di esigenze costanti e caratteristiche della pratica commerciale, ma ancora di più, l'emergere di una mentalità, di un modo di pensare, di agire, di comunicare, di un *modus vivendi* a cui è connessa un'etica corrispondente e funzionale alle esigenze della classe mercantile, come quella precedente lo era a quelle dell'aristocrazia agricola terriera, e che viene progressivamente affermandosi.

Queste nuove etica e prassi, a cui si accompagna anche una diversa visione della società, vanno sempre più rafforzandosi, a partire dall'età romana repubblicana, come dimostrano le relazioni che abbiamo ascoltato e in cui abbiamo visto questo fenomeno apparire in maniera silenziosa e marginale, rispetto al contesto culturale dominante. Tale sottocultura appartenente ad una classe sociale emarginata, ma lentamente, e talvolta neppure troppo silenziosamente, emergente già in età antica, consegue la sua prima eclatante affermazione sociale e politica nel medioevo e nel rinascimento delle Signorie fondate sulla potenza di mercanti, banchieri e sulle loro corporazioni. Ad essa seguirà poi la consacrazione definitiva all'epoca delle rivoluzioni industriali e politiche fra la fine del XVIII e il XIX secolo, con l'affermarsi delle costituzioni liberali, che ne incorporano formalmente e sostanzialmente lo spirito, fino a porlo a fondamento della stessa struttura dello Stato, imponendone il rispetto alla collettività nella sua totalità e alle nuove classi socialmente sottomesse del proletariato urbano. Tali classi subalterne diverranno poi, con l'emergere dello Stato sociale, quella dei lavoratori e consumatori, a cui viene riconosciuto un più o meno ampio margine di tutela, all'interno di un'impostazione comunque di marcato stampo mercantilistico.

1. Cercando di individuare le tracce di questo percorso nelle relazioni di questa giornata, abbiamo potuto infatti rilevare il graduale passaggio da una mentalità arcaica, agricola ed aristocratica, dove l'attività commerciale ed anche finanziaria e speculativa era sicuramente praticata dalla medesima aristocrazia fondiaria dominante, ma attraverso la mediazione della classe subalterna degli schiavi, a cui erano affidate non soltanto le mansioni materiali della coltivazione della terra e della produzione dei beni di consumo, ma anche quelle proprie dell'attività mercantile e di intermediazione finanziaria, nonché dello sviluppo in senso strettamente tecnologico¹. In quanto espressione di questa classe subalterna e socialmente degradata, l'attività industriale e commerciale nell'ambito del pensiero aristocratico, che poneva l'*otium* quale supremo valore, in contrapposizione al *negotium* di natura prettamente servile, era ufficialmente oggetto di denigrazione e pubblico disprezzo, anche se ufficiosamente ampiamente praticata tramite tale mediazione, in una palese contrapposizione, come spesso si è visto avvenire nel corso di questa e altre storie, fra vizi privati e pubbliche virtù.

Il clima di patente disprezzo, espressione della contrapposizione fra due diverse classi sociali, la classe sociale aristocratica dei proprietari terrieri e quella mercantile e lavoratrice degli schiavi e della plebe, si prolungherà anche durante il periodo imperiale e quello postclassico. Ma la classe sociale subalterna comincia nel contesto dell'economia mercantile e urbana del Medioevo ad assumere una propria autonoma rilevanza, che, come abbiamo già sottolineato, diverrà consacrazione definitiva con la creazione dello Stato borghese del XIX secolo. Un analogo percorso sarà attraversato poi dai corrispondenti valori di questo corpo sociale, come, ad esempio i valori di ordine e di chiarezza, che non saranno più sinonimo di grettezza e di bassezza d'animo, ma diverranno valori di operosità, laboriosità e rettitudine. I valori del Mercante, i valori del Commerciante, i valori dell'imprenditore borghese vengono così lentamente a sostituirsi ai valori dell'aristocrazia terriera e militare, e attraverso l'affermarsi della borghesia emergente, divengono a loro volta i nuovi valori dominanti, estendendosi all'intera società nel suo complesso, che li assume come propri.

Questo fenomeno va enfatizzandosi, poi, fino alla situazione odierna dove è interessante notare come la supremazia dei valori borghesi dell'industria e del commercio si espanda fino ad investire la sfera giuridica del diritto statale. Come ha riportato, infatti, il professor Lucchetti nella propria relazione, il diritto del commercio e della finanza, come il diritto delle banche, nasce quale diritto speciale, che si differenzia dal diritto prodotto dalle classi proprietarie e agli esponenti dell'aristocrazia terriera, in quanto si tratta di una normativa in deroga che si applica inizialmente alle sole classi mercantili, o alle classi degli intermediari finanziari, in quanto volto a soddisfare le esigenze e le dinamiche caratteristiche di tale tipo di attività. Si tratta di un dato in parte ancora attuale: basti pensare alle moderne codificazioni che nella maggior parte dei paesi di *civil law* distinguono tuttora il diritto commerciale dal diritto civile, con una diversa normativa contenuta nel primo caso nel codice di commercio e nel secondo nel codice civile, come è avvenuto anche in Italia fino al 1942. E' questa una conseguenza delle modalità di produzione storica di tali fonti. Infatti, le norme di diritto civile, nei paesi che rispettano ancora questa duplicità, si richiamano all'antico diritto romano espressione delle classi aristocratiche e fondiarie mentre il diritto commerciale riprende

¹ V. Frunzio, M., (2014), "Lavorare ai tempi di Vitruvio. Aspetti economici, giuridici e culturali in Roma antica", Carocci Ed., Roma.

le norme del diritto mercantile, formatosi nel Medioevo, quale fonte parallela attraverso le Corporazioni dei mercanti, i loro usi e consuetudini e i loro statuti.

Vi è invero, in proposito, l'eccezione del diritto italiano, dove durante l'opera di predisposizione della codificazione entrata in vigore con l'attuale Codice Civile nel 1942, si attua quella che è stata definita la "commercializzazione" del diritto civile, in quanto le norme su obbligazioni, contratti, impresa e società contenute precedentemente nel codice di commercio sono state in tale occasione introdotte a far parte del nuovo codice civile, stabilendosene l'applicazione alla generalità dei soggetti, e divenendo così norme di diritto comune che si sostituiscono alle precedenti norme di diritto civile. La supremazia del diritto della classe mercantile riceve così la sua definitiva consacrazione, divenendo disciplina generale di tutti i rapporti fra privati; ma, anche nei paesi in cui la separazione formale tra diritto civile e diritto commerciale rimane immutata, la supremazia del diritto speciale dei commercianti rispetto a quello comune dei cittadini resta confermata, poiché il primo, proprio in virtù della sua specialità, deve essere applicato non solo nei rapporti fra soggetti qualificabili come tali, ma anche tutte le volte in cui il cittadino interagisce giuridicamente con un commerciante.

Parallela e ancora più forte di questa affermazione in ambito giuridico, è l'affermazione della nuova classe dominante a livello etico e morale, con l'introduzione di un nuovo sistema valoriale, che di questo nuovo diritto si pone come fondamento e giustificazione, determinando un integrale e generalizzato cambiamento della mentalità e dei valori, con il passaggio dell'egemonia dalla classe aristocratica alla borghesia finanziaria e mercantile.

In questo contesto, infatti, i valori della classe mercantile e imprenditoriale sono diventati senza riserva i valori sociali dominanti. Se come spiegava il professor Giliberti nella sua relazione, Seneca parlava con evidente e non celato disprezzo dei valori dell'industria e del commercio, della brama di guadagno e dell'avidità che animava queste attività, e l'etica era quindi considerata come un rimedio per prendere le distanze da questa disgustosa e immorale preoccupazione per la ricchezza e le cose materiali, ripristinando l'equilibrio interiore dell'uomo, non più dominabile da tali esecrabili passioni, nel contesto attuale i valori morali non si contrappongono più, ma al contrario si identificano in quelli propri della classe imprenditoriale.

Infatti, valori come la onestà, la correttezza dei comportamenti, che come vedremo sono valori morali che sono incorporati anche all'interno dell'attuale ordinamento giuridico, per esempio come principi fondamentali del mercato finanziario attualmente vigente, diventano sì fondamentali, ma non per se stessi, bensì in una prospettiva utilitaristica, in quanto finalizzati al buon funzionamento del mercato.

Secondo questa impostazione, tali valori sono fondamentali poiché sono essenziali per determinare il sorgere di un clima di fiducia reciproca. Ora la fiducia è un bene indispensabile perchè la sua assenza ostacola la conclusione delle operazioni commerciali, che sulla fiducia nell'adempimento corretto delle obbligazioni si basano e la scarsità di transazioni commerciali a sua volta inibisce il progresso e lo sviluppo economico e sociale. Il principio della fiducia diventa quindi non solo principio etico fondamentale, ma assume un autonomo valore economico, trasformandosi in vero e proprio *asset* reputazionale, cioè bene esso stesso economicamente valutabile, in quanto elemento idoneo ad aumentare la ricchezza di chi ne sia dotato.

Si assiste ad un vero e proprio rovesciamento di prospettiva, all'interno di un contesto in cui i valori morali sono indispensabili non in quanto fini a se stessi, ma per realizzare il benessere economico, inteso anche come fondamento del benessere sociale. Si tratta di una modalità di pensiero che trova la propria consacrazione all'interno della

filosofia (o forse potrebbe meglio definirsi ideologia) del neoliberismo, che oggi si pone come dottrina economica, ma anche sociale e politica, dominante. Questo sarà dunque il reale punto di partenza, ma anche l'oggetto principale, della mia relazione, che proprio sul neoliberismo e sulle critiche ad esso rivolte intende concentrarsi, con uno sguardo rivolto, partendo come abbiamo visto dal passato, sul presente, ma anche, per quanto è possibile percepire dai segnali che da esso promanano, sul possibile e presagibile futuro.

2. Partendo dunque dall'analisi del neoliberismo, come filosofia sociopolitica, il fondamento teorico di questa impostazione di pensiero è riscontrabile nella teoria economica denominata *efficient market hypothesis*, formulata nel 1970, dall'economista Eugene Fama², e che ha come assunto l'efficienza dei mercati finanziari, cioè la capacità di questi di esprimere prezzi dei titoli negoziati che rispecchiano esattamente il loro reale valore fondamentale, corrispondente alla somma attualizzata dei cash flow futuri attesi, incorporando correttamente tutte le informazioni disponibili. La teoria afferma infatti che, attraverso il gioco della domanda e dell'offerta, la presenza di notizie positive relative ad una società e alle sue prospettive economiche determinerà un innalzamento del livello della domanda di acquisto dei suoi titoli, che ne comporterà il conseguente aumento del prezzo di quotazione. Il relativo rialzo fungerà pertanto da segnale per gli operatori del mercato circa l'esistenza di positive prospettive future, spingendoli ad investire nei suddetti titoli. Ciò a sua volta determinerà un ulteriore aumento del valore di mercato di tali titoli, fino al momento in cui non saranno presenti altre notizie, di segno negativo, che produrranno un'inversione nel comportamento degli investitori, inducendoli a disinvestire, con un conseguente ribasso nel valore della quotazione fintanto che esso non si adeguerà al nuovo valore fondamentale della società emittente.

Alla base di questa teoria è il presupposto della razionalità del comportamento economico degli investitori, in quanto essi cercheranno di massimizzare la loro ricchezza, rivolgendo le loro preferenze nei confronti di quei titoli che assicurino rendimenti più elevati, titoli che individueranno attraverso l'analisi delle informazioni indirettamente espresse dall'andamento dei prezzi del mercato. Questo presupposto fondamentale si articola comunque in tre diverse proposizioni che rispecchiano l'eventualità che, nella pratica, vi siano investitori che operino in maniera difforme dai parametri della razionalità.

Secondo la prima proposizione, tutti gli investitori sono considerati razionali e, pertanto, reagiscono immediatamente alle notizie, positive o negative, comunicate al mercato, attraverso l'acquisto e la vendita dei titoli, determinando così un immediato aumento o ribasso nel prezzo di questi. Tale incremento o diminuzione nei prezzi di quotazione costituisce pertanto un segnale che viene immediatamente percepito e compreso dagli altri investitori, i quali si adeguano ad esso, con correlative operazioni di acquisto o di vendita, che incidono in maniera corrispondente sul prezzo dei titoli riportandolo a coincidere con il valore fondamentale effettivo della società emittente. Ne consegue l'impossibilità di investire sul mercato ottenendo guadagni ulteriori rispetto da quelli derivanti dall'effettivo aumento del valore intrinseco dei titoli, grazie alla coincidenza fra quotazione di mercato e valore fondamentale che rende impossibile una speculazione su un'eventuale differenza tra tali valori.

² E. Fama, (1970), "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, p. 383-417.

La seconda preposizione della teoria dei mercati finanziari efficienti sostiene che l'eventuale presenza di investitori irrazionali non potrebbe incidere sul valore di mercato dei titoli negoziati, in quanto l'azione di questi agenti irrazionali sarebbe, proprio a causa di tale natura, priva di correlazione e connessione con quella della maggior parte degli operatori, dotati di razionalità, e quindi non sarebbe in grado, per il suo carattere eventuale, sporadico ed isolato, di influenzare l'andamento del mercato stesso. I segnali inviati attraverso i comportamenti di acquisto e di vendita di tali soggetti irrazionali, infatti, sarebbero troppo deboli per essere recepiti dalla massa degli investitori e influenzarne il comportamento.

Secondo la terza preposizione, infine, anche qualora l'azione di investitori irrazionali fosse effettivamente abbastanza forte da influenzare il corso dei titoli, in maniera da farlo discostare dal loro valore fondamentale, l'azione degli arbitraggisti sarebbe idonea a riportare il valore di mercato dei titoli a quello fondamentale. Infatti, secondo questa impostazione, qualora si realizzasse un tale disallineamento nei prezzi, gli arbitraggisti, operando su più mercati contemporaneamente, sfrutterebbero immediatamente tale inefficienza a proprio vantaggio, comprando i titoli sul mercato in cui siano scambiati ad un prezzo più basso, per rivenderli poi laddove siano negoziati con una quotazione più elevata, speculando sulla differenza. Quindi, tale loro azione andrebbe a riequilibrare entrambi i mercati sui medesimi valori, poichè essi, comprando laddove i prezzi sono più bassi e vendendo dove sono più elevati, agiscono in controtendenza rispetto all'andamento di ciascun mercato, comunicando segnali in senso contrario rispetto all'andamento di quel titolo. A loro volta, tali segnali saranno percepiti dagli operatori razionali che operano sui mercati in questione, che si adegueranno all'elemento informativo contenuto nel comportamento degli arbitraggisti, con un corrispondente allineamento dei prezzi su tutti i luoghi di scambio.

La teoria dell'efficienza dei mercati finanziari ha acquisito nel tempo una popolarità sempre maggiore ed è divenuta la teoria di riferimento circa il loro funzionamento, non solo come teoria normativa, che delinea un modello astratto ottimale, ma anche come teoria descrittiva, sulla base di studi empirici realmente condotti, idonea a spiegare effettivamente il funzionamento dei mercati mobiliari, quantomeno di quelli dotati di sufficiente liquidità, profondità e ampiezza, così da incorporare in maniera statisticamente efficiente tutta l'informazione disponibile³.

Tali risultati sono stati verificati soprattutto con riferimento alla forma debole e semiforte di questa teoria, che rappresentano la versione maggiormente diffusa della stessa, e che ne attenuano parzialmente il portato teorico. Infatti, secondo la forma forte della teoria, gli investitori non potrebbero mai realizzare profitti ulteriori rispetto al valore dei titoli, poichè il mercato sarebbe in grado di incorporare immediatamente tutta l'informazione disponibile, anche quella interna e riservata posseduta solo dagli insiders. Essi, infatti, compiendo operazioni sulla base di tali informazioni, seppure ancora tenute segrete, invierebbero comunque al mercato segnali che gli operatori sarebbero in grado subito di decifrare, con comportamenti di investimento o disinvestimento corrispondenti, tali da comportare un immediato adeguamento dei prezzi.

Nella più diffusa versione semiforte della teoria, invece, gli investitori non possono mai profittare dell'informazione resa pubblica perchè, non appena essa è divulgata, viene ad essere incorporata immediatamente nel prezzo, attraverso la reazione

³ Fama E. (1965), "The Behavior of Stock Markets Prices", *Journal of Business*, 38, pp. 34-106, Keown A., Pinkerton J. (1981), "Merger Announcements and Insider Trading Activity: an Empirical Investigation", *Journal of Finance*, 36, pp. 855-869.

degli operatori che adeguano il loro comportamento al tenore della notizia diffusa. L'unica possibilità, secondo questa teoria, per gli operatori di realizzare extraprofitto, è di approfittare delle notizie riservate, prima che esse vengano rese pubbliche. Secondo la versione debole, infine, l'informazione rispetto alla quale sarebbe impossibile beneficiare di guadagni ulteriori sarebbe solo quella già incorporata nei vecchi prezzi e nei vecchi rendimenti, mentre sarebbe possibile profittare della nuova informazione, sia essa riservata o pubblica.

L'importanza, a livello socio-politico, di tale teoria, come fondamento della dottrina neolibera è facilmente individuabile: se i mercati borsistici, che rappresentano, soprattutto nel contesto anglosassone, la principale fonte di reperimento di risorse finanziarie per le imprese, tramite l'emissione di capitale di debito e di rischio, sono intrinsecamente efficienti, in quanto permettono la formazione di prezzi che rispecchiano il valore intrinseco delle società emittenti, allora il modo migliore di garantire il buon funzionamento del sistema economico è affidarlo al libero gioco dei mercati dei capitali.

In quest'ottica, il libero gioco della domanda e dell'offerta, attraverso la capacità degli operatori di decifrare le informazioni presenti sul mercato, consentirà di premiare quelle società e quelle imprese che effettivamente, sulla base dell'informazione disponibile, meritino di essere finanziate per le buone prospettive di guadagno che offrono. Le imprese meno efficienti, le informazioni relative alle quali prospettino minore possibilità di profitto per gli investitori, o elevato rischio di perdite, saranno invece progressivamente escluse dal mercato, con un processo di selezione che premierà esclusivamente le società più redditizie e meglio gestite. Si verrà così a creare un meccanismo virtuoso per cui le società e le imprese con maggiori possibilità di successo saranno quelle presso cui si canalizzeranno le risorse finanziarie, risorse che saranno invece sottratte alle società che non garantiscono adeguati rendimenti perché non sono correttamente gestite o perché non hanno un *business* adeguatamente formulato, producendo un sistema economico assolutamente efficiente. Le risorse finanziarie, attraverso l'attività degli operatori di mercato e la libera scelta degli investitori, saranno così spontaneamente convogliate verso le società e le imprese che maggiormente permettono al sistema economico di prosperare. A sua volta, nella prospettiva neolibera, questo meccanismo virtuoso si trasferisce, nei suoi effetti, a livello non solo economico, ma anche sociale, con un aumento del benessere collettivo, per effetto della selezione delle migliori imprese svolta dal mercato, con un incremento della produttività complessiva e dell'efficienza, dei posti di lavoro, della ricchezza generalizzata, e anche delle entrate tributarie, grazie all'incremento dei profitti e dei redditi di lavoratori. Nella sua più compiuta applicazione, la teoria dell'efficienza dei mercati finanziari è giunta fino a determinare la sottoposizione delle stesse finanze pubbliche al libero gioco del mercato, affermando che il giudizio del mercato debba estendersi non solo ai soggetti privati, ma anche a quelli pubblici, come lo Stato, quando esso si rivolga al mercato in cerca di prestiti e finanziamenti, mediante l'emissione di titoli. È evidente come questo porti ad un rovesciamento del concetto stesso di sovranità dello Stato, che, privato o limitato nella sovranità economica, vede mettere a repentaglio la propria stessa sovranità politica.

Indipendentemente da questo aspetto, tuttavia, il portato sociopolitico del credo neolibera è che, conseguentemente alla teoria dell'efficienza del mercato, e dei sistemi economici che su di esso si basano, il compito principale dello Stato, in questo contesto, dovrà essere quello di limitare al massimo la propria operatività e il proprio ambito di intervento, per evitare di turbare il meccanismo perfetto che si è in tal modo instaurato.

Al limite, l'intervento dello Stato sul sistema economico e finanziario potrà consistere nel garantire la correttezza, la completezza e la qualità dell'informazione diffusa sul mercato stesso, al fine di assicurarne il buon funzionamento, in ottemperanza alla versione debole e semiforte della teoria.

Infatti, abbiamo visto che la decisione di investimento dovrà avvenire sulla base delle informazioni, implicite o esplicite, presenti sul mercato e sarà quindi di essenziale importanza che tali informazioni possano circolare liberamente, e in forma immediatamente accessibile ad ogni operatore, cosicché qualsiasi soggetto che sia interessato ad investire sul mercato stesso possa ottenere facilmente l'informazione necessaria, senza che sussistano discriminazioni e privilegi informativi, come nel caso degli insiders, a cui viene imposto di rivelare immediatamente l'informazione riservata e di non operare negoziazioni sulla base di essa. Inoltre, sarà indispensabile che l'informazione in circolazione sia di buona qualità, cioè vera e corretta, in grado cioè di fornire elementi di valutazione che possano essere effettivamente posti a fondamento di una razionale decisione di investimento, ciò che potrà avvenire solo quando l'informazione non incorpori elementi falsi o non veritieri o trasmessi in forma non chiara e comunque in grado di trarre in inganno i suoi destinatari.

3. A livello normativo e regolamentare la conseguenza di tale impostazione è che il valore principale che l'ordinamento giuridico deve tutelare, ai fini dell'efficienza e del buon funzionamento del mercato, risulta essere quello della trasparenza dell'informazione, della "disclosure"⁴, e della correttezza dei comportamenti da parte di quei soggetti che tale informazione detengono e devono comunicare al pubblico e al mercato. Infatti, la posizione di intermediari e insiders, rispetto alla massa dei potenziali risparmiatori e investitori, soprattutto se si tratti dei normali risparmiatori non qualificati, è una posizione di asimmetria informativa, in quanto essi detengono, per la stessa natura della loro attività, informazione non accessibile ai risparmiatori stessi se non attraverso la sua comunicazione. Da qui il compito dell'ordinamento di vigilare soprattutto sulle modalità di interazione fra emittenti, intermediari e risparmiatori che riguardino la completezza, la correttezza e la non decettività della predetta informazione. Poiché la gran parte, inoltre, delle informazioni rilevanti ai fini dell'assunzione di razionali decisioni di investimento è di natura contabile, contenuta e rivelata soprattutto dalle scritture aziendali, ne discende l'essenziale funzione informativa di questa documentazione, rilevabile fin dalle origini di tale forma di registrazione dei dati economici relativi ad un'impresa, come è stato ben rilevato dalla relazione che mi ha preceduto, relativa a Luca Pacioli, ai suoi studi, e all'attualità della sua eredità scientifica. Infatti, le scritture contabili rappresentano parte essenziale e il fondamento stesso dell'informazione che gli emittenti devono diffondere sul mercato, e sarà sulla base della scelta informata effettuata attraverso anche l'analisi di queste scritture che i risparmiatori potranno scegliere di investire in quelle società che, attraverso una valutazione razionale e prospettica fondata su tali dati, promettano in termini di probabilità statistica di essere più redditizie rispetto ad altre. A loro volta, le informazioni relative all'attività successivamente svolta serviranno a rendicontare i risultati dell'investimento effettuato,

⁴ La filosofia della disclosure nell'ambito dei mercati finanziari è stata per la prima volta teorizzata dal famoso giurista americano Louis D. Brandeis, (1913), "What Publicity Can Do", Harper's Weekly, 20 dicembre 1913.

andando inoltre ad alimentare in via continuativa il flusso informativo al fine di attrarre nuovi investimenti. In tal modo, attraverso il meccanismo perfetto creato dall'informazione, alla luce della teoria dell'efficienza dei mercati, le risorse affluiranno naturalmente verso le società più meritevoli, incentivando lo sviluppo del sistema economico nel suo complesso.

La presenza di un controllo pubblico, attraverso le varie autorità preposte alla vigilanza sui mercati mobiliari (come in Italia la Consob) non ha dunque la finalità di garantire la qualità degli investimenti proposti, ma solo quella dell'informazione fornita al mercato al fine di valutare la convenienza, il successo e la redditività di tali investimenti, in quanto viene lasciato agli investitori, e alla loro capacità di analizzare razionalmente l'informazione, il compito di determinarne la bontà o meno. Nonostante, da un punto di vista teorico, infatti, lo stesso imprenditore emittente abbia interesse a diffondere in maniera corretta l'informazione ad esso relativa, al fine di guadagnare la fiducia del mercato nei propri confronti⁵, non si possono invero concretamente escludere eventuali comportamenti opportunistici, che è compito dell'Autorità prevenire e reprimere, al fine di assicurare un elevato livello ed un'adequata diffusione dell'informazione rilevante⁶.

Questo impianto teorico, largamente dominante sia a livello scientifico che normativo e regolamentare, è stato tuttavia gradatamente assoggettato a diverse osservazioni critiche, che hanno portato e stanno portando in maniera sempre più ampia, anche a seguito della crisi finanziaria, ad una revisione di queste teorie e anche dell'impianto regolatore che ne discende.

In particolar modo, già da tempo diversi studi empirici avevano messo in evidenza come il presunto comportamento razionale dei mercati andasse a scontrarsi con alcune risultanze concrete sull'andamento dei corsi di borsa, le quali dimostravano la presenza di comportamenti irrazionali, come oscillazioni dei prezzi non giustificate da un mutamento del contesto economico e concentrate stabilmente in determinati periodi dell'anno, come quelli relativi a particolari scadenze fiscali o in prossimità di particolari festività o giorni di ferie, oppure legate ad eventi in realtà non significativi per l'effettivo valore intrinseco dei titoli, o, infine, determinate da circostanze in realtà non rilevanti per la loro redditività, come la dimensione dell'impresa⁷.

La presenza di queste "bolle" o fenomeni distorsivi nella formazione dei prezzi ha infatti indotto parte della letteratura economica a ritenere che sussista una vasta quantità di risparmiatori e investitori che agisce senza rispettare i principi di razionalità teorica

⁵ Su questo dibattito v., in posizione contraria alla mandatory disclosure, da ultimo Oranburg S.C., (2016), "A Place of Their Own: Crowds in the New Markets for Equity Crowdfunding", *Minnesota Law Review Headnotes*, [100:147], pp. 147 ss.

⁶ A favore della mandatory disclosure v. il classico lavoro di Ferrell A., (2004), "The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World", Harvard Law School, Discussion Paper n. 492, 09/2004, Cambridge MA, disponibile al sito http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center

⁷ Rozeff M., Kinney W. (1976) "Capital Market Seasonality: the Case of Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 379-402; Bhabra H., Dillon U., Ramirez G. (1999), "A November Effect? Revisiting the Tax-Loss Selling Hypothesis", *Financial Management*, 28, pp. 5-15; Lakonishok J., Smidt S. (1988), "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective", *Review of Financial Studies*, 4, pp. 403-425; Jacobsen B., Bouman S. (2002), "The Halloween Indicator: Sell in May e Go Away. Another Puzzle", *American Economic Review*, 92, 5, pp. 1618-1635; Harris L., Gurel E. (1986), "Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List", *The Journal of Finance*, 41, 4, pp. 815-829; Banz R. (1981), "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 9, pp. 3-18; Reinganum J. (1981), "Market Structure and the Diffusion of New Technology", *Bell Journal of Economics*, 2,2, pp. 618-624.

che stanno alla base della teoria dell'efficienza del mercato, e che la loro azione distorsiva non possa essere neutralizzata da quelli che sono considerati come i tradizionali meccanismi correttivi, quali gli arbitraggi. Infatti l'arbitraggio, come investimento senza rischio che trae vantaggio dalle ingiustificate differenze di prezzo sui vari mercati si presenta come una possibilità molto spesso meramente teorica e che non riesce, nella pratica, ad essere attuata con frequenza tale da contrastare efficacemente le perturbazioni determinate dalla irrazionalità degli investitori ⁸.

4. Un tentativo, volto a spiegare tali inefficienze è stato invece realizzato attraverso il ricorso ad una nuova metodologia, che va sotto il nome di Behavioural Economics, in Italia nota anche come Finanza comportamentale, la quale, utilizzando i risultati della psicologia sperimentale nell'analizzare i processi di formazione della presa di decisione in situazione incerta, come è tipicamente quella che sottende ad una decisione di investimento finanziario, ha dimostrato l'esistenza di fallacie decisionali o bias determinati essenzialmente dalle stesse modalità operative della mente umana, che inficiano facilmente l'assunzione di una corretta e razionale decisione all'interno di tale ambito.

In particolar modo, queste scelte irrazionali possono essere determinate da diverse tipologie di fattori, fra cui innanzitutto distorsioni cognitive strutturalmente connesse al funzionamento del cervello umano, che scaturiscono dall'utilizzo di procedure di analisi e soluzione dei problemi difformi da quelle previste dalla logica formale. Tali procedure di ragionamento sintetico e abbreviato, usualmente utilizzate dalla mente umana, prendono il nome di "euristiche". Esse contraddicono la logica tradizionale e astratta in quanto il soggetto, all'atto dell'assunzione della decisione, non procede prendendo in rassegna tutte le varie ipotesi possibili in maniera analitica, valutandone singolarmente le probabilità statistiche di successo, per scegliere razionalmente l'ipotesi che offre probabilità più elevate, quanto piuttosto utilizza meccanicamente e automaticamente procedure di analisi abbreviate che prendono in considerazione solo alcune fra le diverse ipotesi possibili. Tali procedure abbreviate garantiscono la rapidità e l'economicità del processo mentale, tuttavia non sono sempre in grado di garantire risultati ottimali, soprattutto quando si tratti di adottare decisioni complesse come quelle in materia economico-finanziaria, generando errori cognitivi e valutativi denominati "bias", in quanto interferiscono con la possibilità di effettuare valutazioni corrette in termini statistici.

Diverse sono le tipologie di euristiche che sono state individuate dalla letteratura, in ambito psicologico-sperimentale, nel corso degli anni; tra esse le più note e le prime ad essere state rilevate sono l euristica della similarità, denominata anche della rappresentatività, e l euristica della disponibilità. Specificamente, in base all euristica della similarità⁹ i soggetti adottano le proprie decisioni sulla base di giudizi preformulati su

⁸ Barberis N., Thaler R.H., (2001), "A Survey of Behavioral Finance", NBER Working Paper, n. 9222; Barberis N.C. ; Thaler R.H., (2003), "A Survey of Behavioral Finance", in Constantinides G.M., Harris M., Stulz R.M. (Eds) Handbook of the Economics of Finance", Elsevier, North Holland, Chapter 18, pp. 1053-1128

⁹ In ordine alla quale v. Tversky A., Kahneman D. (1974), "Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases", Science, 185 (4157), pp. 1124-1131; Kahneman D., Slovic P., Tversky A. (1982), "Judgement under uncertainty: heuristics and biases", Cambridge University Press.

assunti dati per scontati, che riconducono ad un prototipo rappresentativo di una certa situazione. Essa si basa sulla tendenza a considerare determinati elementi come rappresentativi di un'intera classe, ciò che porta a formulare giudizi che attribuiscono un rilievo eccessivo all'appartenenza alla classe medesima. Pertanto, un individuo a cui sia richiesto di valutare la probabilità di una certa situazione (come, in materia finanziaria, la probabilità di successo di un investimento) risponderà non tenendo conto delle effettive probabilità a priori basate sulle frequenze oggettivamente osservabili in un campione adeguato, ma facendo riferimento a quanto l'elemento da considerare sia rappresentativo di una determinata classe. In ambito sperimentale, ad es., alla richiesta di valutare con quanta probabilità una persona, descritta in modo da metterne in evidenza le caratteristiche di appartenenza ad una certa categoria, e pur sapendo della effettiva prevalenza statistica di una professione rispetto alle altre, svolgesse una certa occupazione, i soggetti intervistati sistematicamente rispondevano in base alla riconducibilità alla classe più rappresentativa, ignorando l'evidenza statistica. Ciò, in campo finanziario, può portare a preferire gli investimenti in società od operazioni che richiamano più immediatamente gli stereotipi del successo economico piuttosto che a valutare adeguatamente l'effettiva probabilità statistica di successo dell'investimento sulla base di elementi concreti.

Altre distorsioni cognitive che discendono poi dall'euristica della rappresentatività consistono nel non tenere conto non solo delle frequenze oggettive di probabilità, ma neppure dell'adeguatezza effettiva del campione, tendendo ad attribuire validità anche a campioni troppo piccoli perchè la legge statistica dei grandi numeri possa trovare applicazione. Un caso è quello della gambler fallacy, cioè l'erronea credenza dei giocatori d'azzardo a ritenere che un certo evento casuale abbia maggiore probabilità di verificarsi quando non si sia prodotto per un certo lasso di tempo, oppure consiste nello sovrastimare la probabilità di due eventi congiunti, che sono invece meno probabili di due eventi disgiunti. Un ulteriore bias cognitivo che deriva dall'euristica della rappresentatività consiste nel non tener conto del fenomeno statistico della "regressione verso la media", per cui dopo eventi estremi i risultati tendono comunque a tornare verso livelli medi, sovrastimando la probabilità che situazioni eccezionali (come rendimenti economici straordinariamente elevati o, al contrario, negativi) possano ripetersi continuativamente in modo sequenziale, così da supporre che un trend estremo nell'andamento dei prezzi e dei rendimenti possa mantenersi costante nel tempo.

In generale, l'euristica della rappresentatività o della somiglianza può determinare poi, come altre forme di distorsione cognitiva, il bias dell'overconfidence (cioè dell'eccessiva fiducia nelle proprie capacità di decisione) e dell'eccesso di ottimismo, che possono condurre evidentemente a scelte di investimento sbagliate, come ad intraprendere per tale ragione un numero eccessivo di negoziazioni, senza calcolare adeguatamente i costi connessi a tali operazioni.

L'euristica della disponibilità, invece, determina la formulazione del giudizio di probabilità sulla base delle sole informazioni immediatamente disponibili perchè più frequentemente ripetute, e quindi più familiari, o più salienti, e pertanto maggiormente in grado di attrarre l'attenzione, anzichè sulla effettiva ricerca di dati maggiormente conformi alla realtà, che vengono così indebitamente trascurati¹⁰. Ciò, in campo finanziario, può determinare una ingiustificata preferenza dei risparmiatori per i titoli di quelle società che siano maggiormente familiari per la maggiore esposizione sui media o

¹⁰ Tversky, A, Kahnemann D., (1974), op. cit.; Tversky, A, Kahnemann D., (1973), "Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, 5(2), pp. 207-232.

sulla stampa, o i cui rendimenti elevati siano stati notevolmente pubblicizzati, trascurando le più favorevoli opportunità di investimento offerte da investimenti alternativi, oppure può portare ad effettuare correlazioni illusorie tenendo conto di aspetti molto evidenti, ma omettendo dati oggettivi, anche se meno facili da reperire, che potrebbero indicare risultati più vicini alla realtà circa il possibile andamento di una società o di un titolo¹¹.

Un'ulteriore euristica che incide notevolmente sulla bontà dell'assunzione delle decisioni in materia economica, come in molti altri settori dell'agire umano, è l' "euristica dell'affetto"¹², che consiste nell'adozione e formulazione di giudizi e scelte non sulla base di un'analisi razionale dei dati, ma aderendo alle proprie sensazioni emotive. In particolar modo, essa tende a favorire l'attribuzione di un giudizio favorevole in termini di costi/benefici soprattutto a quelle soluzioni che suscitano in noi sentimenti positivi, considerandole tali da produrre grandi benefici con rischi trascurabili, ed assegnando invece caratteristiche di alta rischiosità e di limitati vantaggi a ciò che non incontra il nostro favore emotivo. L'effetto negativo di tale euristica è potenziato dalla circostanza per cui il ricorso ad elementi di carattere emotivo, e alle proprie soggettive sensazioni personali, è tanto più elevato quanto maggiore sia il grado di incertezza e la rischiosità della decisione da adottare, e quindi quanto maggiore sia la necessità, al contrario, di effettuare una scelta in maniera razionale e ponderata. In concreto, l'euristica dell'affetto agisce determinando un' "illusione di focalizzazione", che porta a concentrarsi esclusivamente su alcuni elementi della rappresentazione, cioè quelli legati a sensazioni di carattere positivo, che annullano quelli di segno negativo, e viceversa, non tenendo conto degli indizi che si pongono in opposizione con l'emozione prevalente in un dato momento¹³.

Fra le emozioni che svolgono un ruolo particolarmente intenso nell'ambito del processo decisionale anche in campo economico, sicuramente un'importanza particolare va riconosciuta al rammarico (*regret*), inteso, in contrapposizione alla delusione, che nasce da situazioni sfavorevoli a cui, però, il soggetto non ha dato adito, come il sentimento di dispiacere derivante dalle conseguenze negative delle proprie decisioni o azioni sbagliate¹⁴. In particolar modo il rammarico può dar vita a diversi bias che assai

¹¹ Gadaroswky C., (2002), "Financial Press Coverage and Expected Stock Returns", Working Paper Cornell University, testo disponibile al sito <http://ssrn.com/abstract=267311>, consultato in data 8 settembre 2012; Barber B.M., Odean T., (2008), "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", *Review of Financial Studies*, 21, pp. 785-818.

¹² Slovic P., Finucane M., Peters E., MacGregor D.G., (2002), "The affect heuristic", in Gilovich T.D., Griffin D.W. Kahnemann D., (eds.), "Heuristics and Biases", Cambridge University Press, Cambridge; Kahnemann D., (2002), "Mappe di razionalità limitata. Indagine sui giudizi e scelte intuitivi", in Motterlini M., Piattelli Palmarini M. (a cura di), (2005), "La critica della ragione economica", Il Saggiatore, Milano

¹³ Salvadori L., Rumiati R. (2005), "Nuovi rischi e vecchie paure", Il Mulino, Bologna.

¹⁴ Bell D.E, (1982), "Regret in Decision Making under Uncertainty", *Operations Research*, 30, pp. 961-981, Loomes G, Sudgen R, (1982), "Regret Theory: An Alternative to Rational Choice under Uncertainty", *Economic Journal*, 92, pp. 805-825; Mellers B.A., Schwartz A., Ritov I, (1999), "Emotions Based Choice", *Journal of Experimental Psychology General*, 128, pp. 332-345; Mellers B.A., (2000), "Choice and the Relative Pleasure of Consequences", *Psychological Bulletin*, 126, pp. 910-924; Ritov I, (1966), "Probability of Regret: Anticipation of Uncertainty Resolution in Choice", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 66, pp. 228-236; Gironde S., (2008), "La neuroéconomie: Comment le cerveau gère mes intérêt", Plon, Paris, (trad. it.: "La neuroeconomia. Come il cervello fa i nostri interessi", Il Mulino, Bologna, 2010), p. 82 dell'edizione italiana; Coricelli G., Critchley H.D., Joffily M., O'Doherty J.P., Sirigu A., Dolan R.J., (2005), "Regret and its Avoidance: a Neuroimaging Study of Choice Behavior", *Nature Neuroscience*, 8, pp. 1255-1262.

spesso interferiscono con il corretto esercizio della razionalità economica: in primo luogo occorre ricordare quello che viene definito come “effetto certezza”, per cui, rispetto ad una scommessa quasi certa di ammontare maggiore ed una certa di ammontare minore, i soggetti tendono a preferire la seconda, poichè la certezza esclude la possibilità di rammarico¹⁵. Inoltre, poichè psicologicamente la percezione del rammarico da commissione è più forte e intensa di quella del rammarico da omissione, uno degli effetti principali dell'avversione al rammarico è il bias dell'immobilismo, che consiste nell'evitare o procrastinare una decisione per non assumersene le conseguenze. Tale bias, in campo finanziario, acquista la fisionomia del disposition effect, che consiste nella tendenza a trattenere per un tempo eccessivo un titolo in portafoglio anche in fase di perdita, e viceversa a vendere troppo precipitosamente un titolo durante la fase di rialzo del prezzo¹⁶.

Il rammarico, tuttavia, non rappresenta l'unica forma di bias di origine emotiva: a questa categoria, ad es., possono ascrivere l'attribution bias, che consiste nel ricercare la causa di accadimenti negativi non nei propri errori, ma in situazioni esterne, come l'andamento del mercato o i consigli del proprio consulente, e il confirmation bias, in cui il soggetto si autoconferma della bontà delle proprie scelte, evitando utili azioni correttive, come nel caso di mancata vendita dei titoli acquistati, quando essi si dimostrino fonte di perdita. L'insight bias, o senno del poi, consiste invece nell'attribuirsi ex post il merito di avere previsto in anticipo ciò che sarebbe accaduto, ed è assai diffuso in ambito finanziario, laddove analisi a posteriori offrono spiegazioni sull'andamento del mercato determinate in realtà da cause anomale e imprevedibili¹⁷. In realtà, anche questi bias possono in una certa misura ricondursi al rammarico, perchè in tutti questi casi si tratta di strategie volte ad evitare tale emozione, e la dissonanza cognitiva che essa comporta, cioè la dolorosa e disorientante discrepanza fra le proprie scelte e convinzioni e la realtà dei fatti¹⁸.

Pure comportamenti di imitazione sociale, come il bias dell'herding, o comportamento gregario, che consiste nell'adeguare acriticamente e passivamente le proprie scelte, anche in materia di investimento, alle decisioni della maggioranza, possono essere determinati dal tentativo di evitare il rammarico che potrebbe derivare dall'assunzione di una decisione autonoma, in contrasto con quelle adottate dalla massa¹⁹.

¹⁵ Allais M., (1953), “Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l' école américaine”, *Econometrica*, 21, pp. 503-546.

¹⁶ Barber B.M., Odean T., (2000), “Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, *Journal of Finance*, 55, pp. 773-806; Shefrin H.M., Statman M. (1985), “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, 40, pp. 777-790; Barberis N., Xiong W. (2009), “What Drives the Disposition Effect? An Analysis of Long Standing Preference-Based Explanation”, *Journal of Finance*, 64, no. 2, pp. 751-784.

¹⁷ McFadden D., (1999), “Rationality for Economists?”, *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 19, pp. 73-105

¹⁸ Festinger L., Riecken H.W., Schachter S. (1956), “When Prophecy Fails”, University of Minnesota Press, Minneapolis, MN.

¹⁹ Hirshleifer D., Hong Teoh S., (2003), “Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis”, *European Financial Management*, 9, no. 1, pp. 25-66.

5. Altre tipologie di bias cognitivi che possono affliggere l'adozione di decisioni in condizioni di incertezza, come quelle finanziarie, appartengono alla categoria degli errori dipendenti dalla struttura del problema, cioè dalla modalità in cui esso viene concretamente ad essere presentato. In particolar modo, viene qui in evidenza il fenomeno del "framing", per cui la valutazione del grado di rischio, e la conseguente propensione ad accettarlo, è strettamente connessa al fatto che la questione sia posta con riferimento alla prospettiva di acquisire dei guadagni o evitare delle perdite. Infatti, la medesima questione è stato sperimentalmente dimostrato che viene risolta dai soggetti diversamente a seconda del modo in cui essa venga presentata, e la propensione al rischio è molto più forte, circa del doppio, quando si tratti di evitare delle perdite piuttosto che di ottenere dei guadagni²⁰. Una particolare conseguenza del fenomeno del framing, in campo finanziario, può essere considerata la tendenza a preferire investimenti e rendimenti a breve termine, trascurando una visione di lungo periodo. Infatti, il framing comporta un focalizzarsi dell'attenzione solo su alcuni elementi, tralasciando il quadro complessivo: nel caso dello short term bias vengono pertanto ad essere presi in considerazione solo gli elementi che fanno riferimento ad un lasso di tempo circoscritto²¹.

Il concetto di framing è particolarmente importante perchè su di esso si fonda quella che può essere considerata la più influente teoria in materia di finanza comportamentale, la prospect theory, elaborata dai premi Nobel (riconoscimento ottenuto proprio per queste ricerche) D. Kahneman e A. Tversky²², che si basa sulla considerazione per cui, se il punto di riferimento per la decisione è configurato come un guadagno, il soggetto tenderà ad adottare scelte poco rischiose, mentre, al contrario, la propensione a rischiare aumenterà quasi duplicandosi²³ se il punto di riferimento riguarda l'evitare una perdita. Postulato fondamentale della teoria è che le perdite abbiano maggior valore dei guadagni nell'ambito del processo decisionale, in conformità al principio di avversione alle perdite, che comporterà che gli individui siano portati a correre rischi maggiori per evitare perdite che per perseguire guadagni. La teoria prevede pertanto una curva del valore, che, anziché avere andamento rettilineo come nella teoria tradizionale delle preferenze, ha una caratteristica forma ad S, essendo concava nel dominio positivo dei guadagni e convessa in quello negativo delle perdite.

Dalla prospect theory discendono alcuni importanti corollari: il primo è "l'effetto certezza", che porta a preferire un guadagno certo, anche se limitato, rispetto ad un guadagno maggiore e incerto, e quindi un evento positivo certo, rispetto ad un evento probabile. Il secondo è "l'effetto riflessione", per cui un evento positivo di valore minore, ma con probabilità maggiore, viene preferito rispetto ad un evento positivo di valore maggiore, ma con probabilità minore, e, in maniera speculare, eventi negativi di valore maggiore, ma di probabilità minore, sono invece preferiti ad eventi negativi di

²⁰ Tversky A., Kahneman D., (1981), "The Framing of Decision and the Psychology of Choice", *Science*, 211(4481), pp. 453-458; Kahneman D., (2011), "Thinking, fast and slow", New York, Farrar, Strauss and Giroux, (trad.it. *Pensieri lenti e veloci*, Mondadori, Milano, 2012), p. 406 ss. della traduzione italiana.

²¹ Linciano, N., (2010), "Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale", Consob, Quaderni di Finanza, n. 66, gennaio, 2010, Roma, p. 16.

²² Kahneman D., Tversky A., (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47 (2), pp. 263-292.

²³ Novesmsky N., Kahneman D., "The Boundaries of Loss Aversion", *Journal of Marketing Research*, 42, pp. 119-128.

valore minore, ma di probabilità maggiore. Un andamento speculare ha, in maniera analoga, la preferenza per eventi positivi certi rispetto ad eventi positivi incerti e per gli eventi negativi incerti rispetto agli eventi negativi certi, fenomeno denominato “avversione alle perdite” e che comporta una propensione maggiore al rischio per evitare una perdita che per perseguire un guadagno. Infine, l’ultimo corollario è strettamente legato al fenomeno del framing, e consiste nel prendere in considerazione al fine della decisione solo alcuni elementi, isolandoli dal contesto, rispetto al frame complessivo attraverso cui vengono presentati, per cui esso viene definito “effetto isolamento”.

Il richiamo al framing è particolarmente importante al fine di comprendere la struttura della prospect theory, in quanto essa è strettamente dipendente da tale fenomeno, come indicato dalla sua stessa denominazione, che rimanda alla prospettiva, o punto di vista, da cui la decisione da adottare viene esaminata. Infatti, secondo la prospect theory, l’adozione della scelta avviene attraverso due diverse fasi: la prima è denominata “fase di editing”, e consente di riformulare la questione in modo da facilitare la scelta, mentre la seconda, la “fase di evaluation”, serve ad effettuare la presa di decisione, che avviene prendendo in considerazione le varie alternative, così come sono state riformulate nella prima fase. Tuttavia, la fase di editing può avere comportato processi di semplificazione suscettibili di condurre a conclusioni arbitrarie, tralasciando elementi determinanti, o, al contrario, soffermandosi su aspetti dotati di scarsa significanza. Per questo la fase di evaluation, mediante la quale il soggetto individua la soluzione a cui attribuisce maggior valore, applicando le due funzioni di weighting (che riguarda le combinazioni fra pesi decisionali e relative probabilità) e di value (che indica il valore soggettivo assegnato ad ogni determinazione dell’evento mediante il confronto con il punto di riferimento, e ha la già ricordata forma ad S) è strettamente legata alla maniera in cui il risultato viene prospettato a seguito della prima fase, e quindi al framing, di guadagno o perdita, che ne risulta²⁴. Le operazioni di combinazione, eliminazione, semplificazione, arrotondamento, cancellazione, svolte nella prima fase possono pertanto determinare distorsioni cognitive tali da incidere negativamente, come veri e propri bias, sul processo di decisione in campo economico.

Al fine di rendere meglio applicabile la teoria alle dinamiche dei mercati, Kahneman e Tversky hanno successivamente adottato una versione più complessa della teoria, denominata “cumulative prospect theory”²⁵, in cui la funzione di ponderazione utilizza la distribuzione cumulata delle probabilità, anziché le probabilità dei singoli esiti, differenziandosi dal lato dei guadagni e delle perdite. Questa nuova versione mette in evidenza, con maggiore precisione, che l’avversione al rischio è elevata quando i guadagni hanno alta probabilità, ma limitato ammontare (come spesso avviene nei mercati finanziari), mentre è bassa nel caso in cui i guadagni siano ingenti ma poco probabili (come nelle lotterie). Nel dominio delle perdite, la propensione al rischio è elevata quando le perdite siano ingenti ma poco probabili, e si riduce quando esse sono molto probabili ma di limitato ammontare.

I concetti di framing e la prospect theory consentono a questo punto di meglio comprendere altri fenomeni distorsivi della razionalità tradizionale, all’interno dei

²⁴ E’ evidente infatti che una decisione economica che porti ad un risultato finale consistente nell’ottenere un patrimonio, ad es., di un milione, sarà valutata molto diversamente da chi parta da uno stato iniziale in cui non possedeva nulla, e da chi possedesse invece inizialmente dieci milioni.

²⁵ Tversky A., Kahnemann D. (1992), “Advances in Prospect Theory Cumulative Representation of Uncertainty”, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), pp. 297-323.

mercati finanziari, come “l'avversione all'ambiguità” (da non confondersi con l'avversione al rischio), e che consiste in una preferenza per i rischi conosciuti rispetto a quelli meno conosciuti (“ignoranza comparativa”)²⁶. Da questa propensione discendono diverse alterazioni della razionalità economica, come la tendenza degli investitori a scegliere titoli a loro più familiari (come quelli del mercato domestico, o della società per cui lavorano), con una insufficiente diversificazione del portafoglio (bias della “naive portfolio diversification”)²⁷.

Altra conseguenza del principio di avversione alle perdite è “l'effetto dotazione” (endowment effect), cioè la tendenza a sovrastimare il valore dei propri beni, e a cederli solo a prezzi più alti di quelli di mercato²⁸. Anche se questo effetto pare riferirsi solo ai beni destinati ad entrare stabilmente nel possesso, e non a quelli volti essenzialmente alla circolazione, per cui esso sembra meno intenso nei traders professionisti²⁹, e nelle persone indigenti, che non riescono per la loro situazione a percepire una condizione di “ricchezza” e quindi di possesso³⁰, in ambito finanziario esso può rafforzare negli investitori non professionali il “Disposition Effect”, cioè la tendenza a trattenerne in portafoglio per troppo tempo i titoli in perdita, e, più in generale, il conservatorismo economico.

Anche il fenomeno dei “costi sommersi” (sunk costs) è legato al principio di avversione alle perdite, e si realizza quando un soggetto continua ad investire denaro in una situazione antieconomica, nella speranza di recuperare le spese sostenute, in realtà aggiungendone altre ad un investimento già fallimentare³¹.

Dalla struttura di presentazione del problema dipende poi pure l'ancoraggio (anchoring),³² uno dei più potenti bias cognitivi in materia economica, e che consiste nel fenomeno per cui gli individui, nell'assegnare un valore ad una quantità ignota, partono da un qualsiasi elemento disponibile, prendendolo come punto di riferimento; fenomeno legato ai particolari meccanismi inconsci di funzionamento mentale. Per effetto dell'ancoraggio, sui mercati finanziari gli operatori, in mancanza di informazioni migliori, si basano arbitrariamente su prezzi passati o su prezzi di titoli simili per le loro decisioni di investimento. All'interno della categoria dei bias derivanti dalla struttura di

²⁶ Fox C., Tversky A., (1995), “Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance”, *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 585-604.

²⁷ Linciano N. (2010), op. cit., p. 6; French K.R., Poterba J.M. (1991), “Investor Diversification and International Equity Markets”, *The American Economic Review*, 81, pp. 222-226; Baxter M., Jermann U.J., (1997), “The International Diversification Puzzle is Worse Than You Think”, *American Economic Review*, 87, pp. 170-180; Huberman G., (1999), “Familiarity Breeds Investment”, testo disponibile sul sito [Http://ssrn.com/abstract=199314](http://ssrn.com/abstract=199314) or DOI: 10.2139/ssrn.199314, consultato in data 1 settembre 2012; Benartzi S., Thaler R.H., (2001), “Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans”, *American Economic Review*, 91, pp. 79-99; Goetzmann W.N., Kumar A., (2005), “Why do Individual Investors Hold Under-Diversified Portfolios?”, Working Paper, testo reperibile sul sito www.ssrn.com/abstract=627321, consultato in data 1 settembre 2012; Polkovnichenko V. (2005), “Household Portfolio Diversification: A Case for Rank Dependent Preferences”, *The Review of Financial Studies*, 18, pp. 1467-1502.

²⁸ Thaler R., (1994), “The Winner Course”, Princeton University Press, Princeton, NJ.

²⁹ Genesove D., Mayer C., (2001), “Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from The Housing Market”, *Quarterly Journal of Economics*, 116, pp. 1233-1260; List J.A., (2003), “Does Market Experience Eliminate Market Anomalies?”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 47-71.

³⁰ Bertrand M., Mullainathan S., Shafir E., (2006), “Behavioral Economics and Marketing in Aid of Decision Making Among the Poor”, *Journal of Public Policy and Marketing*, 25, p. 8-23.

³¹ Arkes H.R., Blumer C. (1985), “The Psychology of Sunk Costs”, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 35, pp. 124-140.

³² Kahneman D., (2011), op. cit., p. 133 ss. della traduzione italiana.

presentazione del problema si colloca infine la “contabilità mentale” (mental accounting), cioè la tendenza a valutare la propria condizione economica prendendo in considerazione non il patrimonio complessivo, ma attraverso conti mentali separati, distinguendo a seconda della provenienza del reddito o della sua finalità, con valutazioni separate dei guadagni e delle perdite, ciò che può determinare la perdita di una visione complessiva e globale, con conseguenti scelte inefficienti. Ad es., ciò può comportare una valutazione di profitti e perdite parziale, con riferimento ad un solo comparto del portafoglio (topical accounting), oppure una valutazione dei propri rendimenti effettuata con eccessiva frequenza, preferendo investimenti con rendimenti immediati a breve termine (miopic loss aversion), ciò che spiegherebbe la preferenza dei risparmiatori per i titoli obbligazionari, nonostante il loro ridotto rendimento rispetto ai titoli azionari nel lungo periodo (equity premium puzzle)³³.

6. Nonostante tutti i fenomeni così descritti abbiano la caratteristica di discostarsi dalla tradizionale configurazione della razionalità teorica, elaborata dalla logica classica, e quindi vadano ad inficiare la validità delle teorie economiche che, come la ricordata efficient market hypothesis, si basano su tale modello artificiale di razionalità, la presenza dei bias e delle distorsioni cognitive all'interno dell'attività economica che abbiamo elencato non costituisce l'espressione di un deficit funzionale, ma semplicemente rappresenta il portato della nostra storia evolutiva e della particolare configurazione fisiologica della mente e del cervello umano.

In senso più ampio, le ricerche psicologiche che hanno riconosciuto e studiato la presenza di questi fenomeni nell'ambito dell'attività di decisione, economica e non, si collocano all'interno di teorie più generali sul funzionamento della mente. In particolare modo, i fenomeni descritti vengono spiegati come espressione di diversi sistemi di operatività mentale caratteristici del pensiero, che articolerebbero la presa di decisione secondo un “processo a due vie”, secondo la teoria, ampiamente diffusa in ambito psicologico, del “doppio processo”.

Secondo questa ricostruzione teorica, infatti, due diversi sistemi mentali sono alla base del processo decisionale e interagiscono fra loro, ciascuno con proprie diverse complementari caratteristiche. Essi sono variamente definiti dai vari studiosi, tuttavia con un sostanziale accordo di fondo³⁴, e sono denominati da Kahneman come sistema

³³ Kahneman D., Tversky A., (1984), “Choices, Values and Frames”, *American Psychologist*, 39, pp. 341-350; Barberis N., Huang M., (2001), “Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns”, *Journal of Finance*, 56, pp. 1247-1292.

³⁴ V. Posner M.L., Snyder C.R.R. (1975), “Attention and Cognitive Control”, in Solso R. (Ed.) *Information processing and cognition: The Loyola Symposium*, John Wiley and Sons, New York; Shiffrin R.M., Schneider W. (1977), “Controlled and automatic human information processing: II. Perceptual learning, automatic attending, and a general theory”, *Psychological Review*, 84, pp. 127-190; Johnson-Laird P.N., (1983), “Mental models: Toward a cognitive science of language, inference and consciousness”, Harvard University Press, Cambridge, MA; Klein G. (1998), “Source of power: How people make decisions”, The MIT Press, Cambridge, MA; Hammond K.R. (1996), “Human Judgement and Social Policy”, Oxford University Press, Oxford; Pollock J.L., (1991), OSCAR: “A general theory of rationality”, in Cummins J., Pollock J.L., (eds), “Philosophy and AI: Essays at the interface”, The MIT Press, Cambridge, MA; Epstein S. (1994), “Integration of the cognitive and the psychodynamic unconscious”, *American Psychologist*, 49, pp. 709-724; Reber A.S., (1993), “Implicit learning and tacit knowledge”, Oxford University Press, Oxford; Evans J.St.B.T. (1989), “Bias in human reasoning: Causes and consequences”, Erlbaum, Hillsdale, NJ; Evans J.St.B.T., (1984), “Heuristics and analytic processes in

di “giudizio intuitivo” e “giudizio analitico”, o anche “sistema 1” e “sistema 2”³⁵. La dicotomia fra questi due sistemi, di cui il primo veloce, istintivo, basato sulle emozioni, e il secondo, più lento, logico e analitico, è infatti posta alla base del fenomeno delle euristiche e dei conseguenti bias che ne derivano.

Infatti il sistema 1 ha il compito di limitare l'ambito delle alternative che saranno poi analiticamente esaminate dal sistema 2, tuttavia i due sistemi, che hanno caratteristiche fra loro complementari e sono destinati ad operare di concerto, non sempre si integrano perfettamente. Quando ciò avviene, ecco che si verifica la presenza di disfunzioni cognitive che generano fallacie decisionali. In particolar modo, sono le peculiari caratteristiche soprattutto del sistema 1, che tende ad operare nella maniera più semplice e meno dispendiosa di energia in termini psichici e fisiologici, a comportare processi di sostituzione e semplificazione, in gran parte automatici e inconsci, che incidono sul corretto utilizzo delle capacità razionali, ad es. sostituendo ad una domanda complessa una più facile ed apparentemente simile. Il sistema 2, o razionale, non sempre è in grado di accorgersi degli errori commessi dal sistema 1, in quanto le operazioni di quest'ultimo sono molto spesso automatiche e inconsce, dando vita a vere e proprie “illusioni cognitive”. Inoltre, il sistema razionale è lento, agisce in maniera complessa, e consumando una notevole quantità di energia a livello fisiologico e attentivo, e, per la complessità del suo modo di operare, assorbe gran parte delle capacità computazionali del nostro cervello, limitate da ragioni fisiologiche e biologiche, per cui non sempre le facoltà razionali vengono facilmente attivate.

Ciò tuttavia non significa che non vi sia in assoluto la possibilità di affinare e potenziare le capacità di controllo del sistema razionale sul processo di presa di decisione, migliorandolo nel suo complesso: questo può essere in qualche misura possibile attraverso un incremento della soglia di attenzione, o mediante processi di addestramento che, proceduralizzando e rendendo automatiche le modalità operative del sistema 1 in particolari settori, oppure attribuendo maggiore consapevolezza dei possibili errori, e sollecitando così le risorse attentive del sistema 2, rendono più facile ottimizzarne l'operatività. Questo permette di spiegare, infatti, come i professionisti o gli individui particolarmente allenati a specifiche attività mentali forniscano migliori prestazioni dei profani, anche se non sempre scevre di errori. Allo stesso modo, non tutti gli individui sono ugualmente sensibili alle caratteristiche dei due sistemi, e proprio per le loro peculiarità personali naturali, possono essere più o meno inclini ad essere influenzati dall'uno o dall'altro sistema, e quindi utilizzare la via intuitiva o quella razionale con maggiore intensità e prevalenza nell'analisi e soluzione dei problemi.

La presenza di questo doppio binario derivante dai due sistemi, permette anche di spiegare l'importanza dell'avversione alla perdita, che, come abbiamo visto, rappresenta il punto centrale della teoria, e che dipende in particolar modo dal sistema 1, dominante nella fase di editing, da cui discende poi quella successiva di evaluation, effettuata dal sistema 2. Il principio di avversione alla perdita, a cui il sistema 1, intuitivo ed istintivo, è particolarmente sensibile, rappresenta infatti l'espressione del principio biologico e psicologico della “prevalenza del negativo”, per cui negatività e fuga prevalgono su

reasoning”, *British Journal of Psychology*, 75, pp. 451-468; Evans J.St.B.T., Over D.E., (1996), “Rationality and reasoning”, Psychology Press, London-New York; Slovic A. (1996), “The empirical case for two systems of reasoning”, *Psychological Bulletin*, 119, pp. 3-22; Chaiken S.; Trope Y. (1999), “Dual-process theories in social psychology”, Guilford Press, New York.

³⁵ Kahneman D., Frederick S. (2002), “Representativeness revised: attribute substitution in intuitive judgement”, in Gilovich T., Griffin D., Kahneman D. (Eds), “Heuristics and biases: the psychology of intuitive judgement”, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 49-81; Kahneman D. (2011), op. cit.

positività e approccio. Infatti, il cervello di uomini e animali sembra essere programmato per essere più sensibile agli aspetti negativi rispetto a quelli positivi³⁶: i primi incidono psicologicamente ed emotivamente in maniera più intensa rispetto a quelli positivi, rendendo gli individui più pronti a reagire a pericoli e minacce, e quindi più adatti alla sopravvivenza, soprattutto in un ambiente insidioso come quello primitivo delle origini.

L'intero sistema mentale, da questo punto di vista, e il processo decisionale a due vie che stiamo esaminando, rappresenta infatti il portato biologico di un processo di evoluzione naturale, che risulta trovare una logica spiegazione all'interno della teoria evuzionistica darwiniana. In quest'ottica, molti dei bias che sono stati ricordati non rappresentano carenze oggettive, ma l'espressione dell'adattamento della specie umana ad un ambiente naturale, grandemente differente dal contesto civilizzato contemporaneo. Se questo è immediatamente evidente per il principio di prevalenza del negativo e di avversione alle perdite, che è strettamente legato al concetto di lotta per la sopravvivenza, anche la presenza di due sistemi mentali differenziati può trovare una spiegazione specifica all'interno di questa ricostruzione teorica. Il sistema 1, immediato, emotivo, in parte inconscio e operante mediante processi di semplificazione, sarebbe infatti essenziale per la sopravvivenza, perchè in grado di consentire agli individui di reagire prontamente e immediatamente ai possibili pericoli dell'ambiente circostante. In quest'ottica, le emozioni stesse, in base alla teoria dei "marcatori somatici"³⁷ e della "valenza cognitiva" dell'emotività, svolgono un ruolo essenziale nei processi decisionali, in quanto in grado di informare immediatamente, ancora prima della percezione cosciente e razionale, della bontà o della pericolosità di una situazione.

Il ruolo del sistema 2, o razionale e cosciente viene quindi ad essere sostanzialmente residuale e marginale: esso interverrebbe per processare quelle informazioni residue che i processi automatici e inconsci non riescano a controllare, perchè riguardanti fatti nuovi, complessi, inaspettati. La coesistenza dei due sistemi garantirebbe il funzionamento ottimale di entrambi, combinando l'immediatezza, la rapidità ed economicità in termini di dispendio di energie fisiologiche del sistema 1 (in gran parte comune anche ad altre specie animali), essenziale per la sopravvivenza in ambienti sufficientemente stabili e definiti, con l'elasticità e la complessità del sistema 2, più lento e dispendioso, ma più flessibile ed adattabile e in grado di affrontare situazioni nuove ed impreviste, così da garantire quella adattabilità ai più diversi ambienti che costituisce la caratteristica essenziale della specie umana.

Le esigenze di adattamento all'ambiente, quindi, se hanno prodotto uno strumento estremamente efficiente ed adattabile in ambito evolutivo, come il cervello umano, possono però talvolta concretamente ostacolarci nella ricerca della verità, soprattutto quando si tratti di questioni complesse come quelle economiche e finanziarie, poichè, come è stato osservato "our brains are shaped for fitness, not for truth"³⁸.

Le risultanze così ottenute a livello di analisi psicologica e cognitiva, hanno trovato poi conferma a livello neuropsicologico in diversi studi, che hanno individuato una corrispondenza fra i due sistemi mentali (quello intuitivo e quello analogico

³⁶ Hansen C., Hansen R. (1988), "Finding the Face in the Crowd: An Anger Superiority Effect", *Journal of Personality and Social Psychology*, 54, pp. 917-924; Fox E., Lester V., Russo R., Bowles R.J., Pichler A., Dutton K. (2000), "Facial Expression and Emotion: Are Angry Faces Detected More Efficiently?; *Cognition and Emotion*", 14, pp. 61-92; Kahneman D., (2011), op. cit., p. 331 ss. della traduzione italiana.

³⁷ Damasio A.R., (1994), "Descartes' error", Putman, New York, (trad.it. "L'errore di Cartesio: emozione, ragione e cervello umano", Adelphi, Milano, 2008).

³⁸ Pinker S. (1997), "How the mind works", Norton, New York-London.

razionale) con diverse aree cerebrali: quella del sistema limbico, deputato al mondo emotivo ed irrazionale, e comune anche alla maggior parte delle specie animali, e la neocorteccia, più recente nel processo evolutivo e notevolmente più sviluppata nell'uomo che in qualsiasi altro animale, a cui afferiscono i processi razionali³⁹. Infine, tale duplice sistema è connesso anche a meccanismi biochimici, attraverso sostanze che controllano un sistema orientato alla ricompensa, governato dalla dopamina, ormone che genera un senso di piacere, e un diverso sistema di avversione alla perdita, connesso all'azione dei neurotrasmettitori serotonina ed epinefrina.

Un ultimo filone di studi indaga, poi, sulla circostanza se, sotto il profilo della psicologia della personalità, propensione e avversione al rischio siano tratti stabili, indicando una propensione generale dell'individuo verso l'assunzione o il rigetto di scelte rischiose che si mantiene inalterata nel tempo⁴⁰, oppure siano influenzati dalla situazione. Quest'ultimo orientamento, denominato "motivazionale", appare oggi prevalente⁴¹, anche se, pur non essendo riconoscibile uno specifico tratto della personalità qualificabile come propensione al rischio, è stata riscontrata una certa corrispondenza fra alcuni altri tratti della personalità e tale tendenza, come l'inclinazione verso la ricerca di sensazioni (sensation seeking)⁴², l'impulsività⁴³, e l'estroversione⁴⁴.

Al contrario, una sopravvalutazione della rischiosità è caratteristica dei soggetti con un carattere stabilmente ansioso (ansia di tratto), che mostrano una marcata avversione al rischio⁴⁵; mentre la propensione al rischio viene correttamente gestita da

³⁹ Gironde S. (2008), op. cit.; Ciaramidaro A. (2008), "I processi cognitivi e affettivi della neuroeconomia: il contributo della risonanza magnetica funzionale", in Antonietti A., Balconi M., (a cura di), "Mente ed economia. Come psicologia e neuroscienze spiegano il comportamento economico", Il Mulino, Bologna, (Peterson R.L. (2007), "Affect and Financial Decision Making: How Neuroscience Can Inform Market Participants", *Journal of Behavioral Finance*, 8, no.2, pp. 70-78; Peterson R.L. (2007), "Inside the Investor's Brain", John Wiley and Sons, Hoboken, NJ.

⁴⁰ V. F. Ischhoff B., Lichtenstein S., Slovic P., Derby S. I., Keeny R.L., (1981), "Acceptable Risk", Cambridge University Press, Cambridge; Huff R.A., Kell M., Kappelman L., Prybutok V. (1997), "Validation of the Siskin-Weingard business risk propensity scale", *Manage Research News*, 20, pp.39-49.

⁴¹ Forlani, D., Mullins J., Walker O.C. (2002), "New product decision making: how chance and size of loss influence what marketing managers see and do", *Psychological Marketing*, 19, pp. 957-981; Cho J., Lee J. (2006), "An integrated model of risk and risk-reducing strategies", *Journal of Business Research*, 59, pp. 112-120; Taylor L.A., Hall P.D., Cosier R.A., Goodwin V.L. (1996), "Outcome feedback effects on risk propensity in an MCPLP task", *Journal of Management*, 22, pp. 299-322; MacCrimmon K.R., Wehrung D.A. (1984), "Taking risks: the management of uncertainty", Free Press, New York; Sitkin S.B., Pablo A.L., (1992), "Reconceptualising the determinants of risk behavior", *Academy of Management Review*, 17, pp. 9-38.

⁴² Zuckerman M. (1978), "The Search for High Sensation", *Psychology Today*, 11, pp. 38-46, 96-99; Anderson G., Brown R.I.F., (1987), "Some Application of Reversal Theory to the Understanding of Gambling and Gambling Addiction", *Journal of Gambling Behavior*, 4, p. 71-77; Wong A, Carducci B.J, (1991), "Sensation Seeking and Financial Risk-Taking in Everyday Money Matters", *Journal of Business and Psychology*, 4, pp. 525-530.

⁴³ Dahlback O. (1990), "Personality and Risk-Taking, Personality and Individual Differences", 11, pp. 1235-1242; Nower L. (2003), "Pathological Gamblers in the Workplace: a Primer for Employers", *Employee Assistance Quarterly*, 18, pp. 55-72.

⁴⁴ Hay J., Grossberg L., Wartella M. (1996), "The Audience and its Landscape", Westview, New York; Lauriola M., Levin I.P. (2001), "Personality Traits and Risky Decision-Making in a Controlled Experimental Task: An Exploratory Study", *Personality and Individual Differences*, 31, pp. 215-226; Wilkinson D., Abraham C. (2004), "Constructing an Integrated Model of the Antecedents of Adolescent Smoking", *British Journal of Health Psychology*, 9, pp. 315-333.

⁴⁵ Butler G., Matthews A., (1987), "Anticipatory Anxiety and Risk Perception, Cognitive Therapy and Research", 11, pp. 551-565; Stuber J. (1997), "Trait Anxiety and Pessimistic Appraisal of Risk and Chance", *Personality and Individual Differences*, 22, p. 465-476; Gasper K., Clore G.L., (1998), "The

quei soggetti che dimostrino quel tratto di personalità denominato “stabilità emotiva” e che comporta un’elevata capacità di controllare e gestire le proprie emozioni⁴⁶. Diversa dalla propensione al rischio è invece la “percezione del rischio”, cioè la tendenza a percepire e giudicare come pericolose o rischiose determinate situazioni, e che risulta condizionata da fattori come un’elevata autoefficacia o agiate condizioni economiche e finanziarie, che diminuiscono la sensibilità verso questo fattore⁴⁷.

7. I risultati delle ricerche e delle teorie che sono state ora esposte, e che richiamano pienamente il concetto di “economia delle passioni” che dà il titolo a questo Convegno, hanno contribuito a mettere in crisi la tradizionale impostazione normativa della disciplina dei mercati finanziari, in primis per quanto riguarda il principio fondamentale della trasparenza, che, come abbiamo visto, ne costituisce il cardine e uno dei principali strumenti di regolamentazione, in quanto se la percezione e l’elaborazione dei dati forniti ai risparmiatori non avviene sempre in modo razionale, i suoi effetti non consentiranno un ottimale funzionamento del mercato.

Uno dei primi effetti derivanti dalle scoperte scientifiche in campo psicologico e dalle relative teorie economiche che da esse dipendono, è stato quindi quello di mettere in discussione l’assetto della regolamentazione dei mercati finanziari, soprattutto con riferimento al dogma imperante dell’efficienza del mercato assicurata dalla diffusione dell’informazione prescritta in conformità al regime di mandatory disclosure attualmente vigente. Tale regime si caratterizza infatti per l’obbligatoria diffusione di informazioni, mediante la messa a disposizione ai risparmiatori di varie tipologie di documenti informativi, o l’inserzione espressa di clausole e indicazioni nei documenti contrattuali, rigorosamente da adottarsi in forma scritta o equivalente.

La sottolineatura, a livello pratico, delle carenze di questa modalità informativa, che utilizza prevalentemente il modello documentale, non costituisce tuttavia in senso proprio un portato della finanza comportamentale. In realtà già da tempo si è sottolineato come la formulazione dei vari documenti e prospetti informativi rivolti ai risparmiatori risultasse troppo complessa e prolissa per suscitare il loro interesse e stimolare la loro comprensione. Di questo si è reso conto lo stesso legislatore che, ad es., nel riformulare (con l’art. 6 del d.legisl. n. 44 del 4 marzo 2014) la norma di cui all’art. 94 del Testo Unico della Finanza (d.legisl. n. 58 del 24 febbraio 1998), al comma 2, specifica espressamente che il prospetto informativo per le offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione di prodotti finanziari (storicamente la prima forma di mandatory disclosure introdotta nel nostro ordinamento) debba contenere “in forma facilmente

Persistent Use of Negative Affect by Anxious Individuals to Estimate Risk”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 74, pp. 1350-1363.

⁴⁶ Lauriola M., Levin I.P. (2001), “Personality Traits and Risky Decision-Making in a Controlled Experimental Task: An Exploratory Study”, *Personality and Individual Differences*, 31, pp. 215-226.

⁴⁷ Krueger N., Dickinson P.R., (1994), “How Believing in Ourselves Increases Risk Taking”, *Decision Science*, 25, pp. 385-400; Dulebohn J.H., (2002), “An Investigation of the Determinants of Investment Risk Behavior in Employer-Sponsored Retirement Plans”, *Journal of Management*, 28, p.3-26; Barsky R.B., Juster F.T., Kimball M.S., Shapiro M.D., (1997), “Preferences Parameters and Behavioural Heterogeneity: an Experimental Approach in the Health and Retirement Study”, *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 537-579; Grable J.E., Lytton R.H., (1998), “Investor Risk Tolerance: Testing the Efficacy of Demographics as Differentiating and Classifying Factors”, *Financial Counseling Planned*, 9, pp. 61-73.

analizzabile ed accessibile”, tutte le informazioni necessarie “affinchè gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive degli emittenti e degli eventuali garanti nonché sugli strumenti finanziari e i relativi diritti”. L’articolo prosegue inoltre stabilendo che al prospetto debba essere allegata una “nota di sintesi”, “la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti”.

Questo processo si colloca all’interno del filone denominato della “trasparenza semplificata” (simplified disclosure), volta a rendere più semplici e snelli i documenti informativi destinati ai risparmiatori, allo scopo di migliorarne la comprensione da parte di essi, sulla scorta dell’osservazione, proveniente dalla Securities Exchange Commission (SEC), autorità di vigilanza federale degli Stati Uniti in materia di mercati mobiliari, per cui “prospectuses are often long... Too frequently, the language of prospectuses is complex and legalistic, and the presentation formats make little use of graphic design techniques that would contribute to readability” (SEC Release No. 33-8861).

Nonostante gli sforzi, la trasparenza semplificata non sembra sortire gli effetti sperati in termini di maggiore comprensione e fiducia da parte dei risparmiatori. Al contrario, studi sperimentali sul prospetto semplificato mettono in evidenza come non si rilevi alcuna significativa differenza statistica nei risultati di investimento fra coloro che avevano ricevuto il prospetto semplificato rispetto al prospetto completo⁴⁸.

La risposta a questa disfunzione può essere rintracciata proprio nelle risultanze della finanza comportamentale, le quali dimostrano, come abbiamo visto, che la percezione del rischio, e la risposta ad esso da parte dei risparmiatori, non corrispondono alla reale ed oggettiva entità di esso, calcolata secondo rigorosi criteri scientifico-matematici. Ciò ha portato le autorità di vigilanza sui mercati, a livello globale, a mutare il loro approccio nei confronti dell’informazione, passando da un’impostazione che poneva in primo piano la trasparenza informativa, mediante una regolamentazione basata sull’informazione (information based rules), quanto più precisa e dettagliata, alla ricerca di nuovi modelli che, secondo la filosofia della “cognitive disclosure” (o trasparenza cognitiva), tengano conto delle evidenze empiriche e sperimentali circa il modo in cui i risparmiatori effettivamente percepiscono ed elaborano l’informazione ricevuta. Infatti, le risultanze della finanza comportamentale mettono in evidenza come anche l’informazione chiara, sintetica e facilmente accessibile possa essere fraintesa a causa dei bias e delle distorsioni cognitive che abbiamo sopra ricordato.

La trasparenza cognitiva si caratterizza quindi innanzitutto per la tipologia di metodo adottato al fine di predisporre e diffondere l’informazione e l’attenzione si sposta da regole che si focalizzano sulla quantità dell’informazione somministrata ai risparmiatori e al mercato, ad “evidence based rules”, cioè formulate sulla base di una

⁴⁸ Beshears J., Choi J.J., Laibson D., Madrina B.C., (2009), “How Does Simplified Disclosure Affect Individuals’ Mutual Fund Choices?”, National Bureau Of Economic Research Working Paper, No. 14859, pp. 1-26, testo disponibile al sito <http://www.nber.org/papers/w14859>, consultato in data 16 agosto 2015; Kozup J., Howlett E., Pagano M. (2008), “The Effect of Summary Information on Consumer Perceptions of Mutual Fund Characteristics”, *Journal of Consumer Affairs*, 42, no. 1, pp. 37-59.

verifica empirico-sperimentale dei risultati. Quindi, il processo di produzione regolamentare, secondo questa impostazione, deve prendere le mosse da un accertamento dei più significativi comportamenti e meccanismi mentali rilevanti per il processo decisionale e dei relativi rischi per i risparmiatori, rilevati mediante l'utilizzo di strumenti quali sondaggi statistici, test psicologici, esperimenti e consultazioni. Sulla base dei dati così raccolti, si procederà poi alla formulazione della normativa da adottare che dovrà essere seguita da una successiva fase di verifica della sua efficacia concreta, sempre mediante strumenti empirici e sperimentali.

Si tratta, in proposito, di un metodo non meramente teorico, ma che sta trovando ampia attuazione da parte delle autorità di vigilanza sui mercati in ambito nazionale e internazionale. In particolar modo, l'Unione Europea ha dedicato particolare attenzione a queste tematiche, per es., applicando l'approccio cognitivo alla formulazione di nuove tipologie di documenti informativi, destinati a sostituire progressivamente il "prospetto semplificato", come il KIID (Key Investor Information Document), redatto, nel formato e nel contenuto, sulla base dei risultati di test condotti su campioni di clienti e intermediari nei vari Stati Membri circa le loro preferenze in termini di diverse opzioni di modalità informative.

Allo stato, il KIID e la relativa metodologia sono stati applicati ad es., nell'ambito della revisione della Direttiva UCITS (Direttiva n. 2009/65/EU, o UCITS IV) e del relativo Regolamento europeo di attuazione n. 583/2010, sui fondi comuni di investimento, e del Regolamento Europeo del 15 aprile 2014 sui prodotti al dettaglio preassemblati e su base assicurativa (Packaged Retail and Insurance Based Investment Products o PRIIPs).

8. L'importanza della cognitive disclosure (venuta in evidenza a seguito delle risultanze della finanza comportamentale, ma soprattutto dopo che la crisi finanziaria del 2008 ha messo concretamente in crisi la concezione tradizionale dell'efficienza dei mercati) consiste quindi nel dimostrare che, sulla base delle evidenze empiriche e sperimentali, un approccio volto puramente alla semplificazione del materiale informativo non garantisce una migliore percezione di tale informazione e un migliore utilizzo della stessa, e ciò in dipendenza di bias e distorsioni cognitive, ma anche delle caratteristiche sociodemografiche e personali e delle abitudini di investimento dei risparmiatori.

Tuttavia, allo stesso tempo, i risultati ottenuti attraverso l'adozione di questo nuovo approccio si dimostrano insufficienti, di per sé soli, a contrastare efficacemente le distorsioni decisionali e comportamentali che inficiano l'adeguato svolgimento dell'attività di investimento sui mercati. In proposito, si va sempre più affermando la consapevolezza per cui tali risultati non possono prescindere dalla presenza di iniziative di educazione finanziaria che agevolino, da parte del cliente, la comprensione dell'informazione fornita e il suo corretto utilizzo, anche attraverso la collaborazione di consulenti professionali, al miglioramento della relazione con i quali tale attività formativa dovrà inoltre essere rivolta.

L'educazione finanziaria di cui parliamo, infatti, non potrà essere considerata come volta semplicemente ad aumentare l'ambito della cultura e delle conoscenze in materia finanziaria dei risparmiatori, ma anche a cercare di correggere i bias cognitivi e comportamentali che possono alterare i processi decisionali in ambito finanziario, e

dovrà quindi porsi non solo come attività informativa, ma anche formativa, cioè educativa in senso proprio.

Da questo punto di vista, l'educazione finanziaria deve essere intesa non solo come strumento per la diffusione di conoscenze e nozioni tecniche, ma anche come "processo attraverso il quale i risparmiatori e gli investitori, e in generale la più ampia platea dei consumatori di servizi finanziari, migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e la consulenza, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario", secondo la definizione dell'OCSE⁴⁹.

Tale obiettivo propriamente educativo e formativo, volto anche alla correzione degli errori decisionali dei risparmiatori, può essere realizzato nell'ambito dell'educazione finanziaria attraverso il ricorso a tecniche di "debiasing", cioè un insieme di metodi e strategie volti a superare e sconfiggere bias e distorsioni cognitive del processo decisionale. Si tratta, in proposito, di un campo di indagine piuttosto recente e ampiamente dibattuto, in quanto oggetto di un certo scetticismo da parte di chi osserva che, se i bias rappresentano illusioni cognitive dipendenti dalla stessa struttura intrinseca della mente, in gran parte operanti mediante meccanismi inconsci e automatici, essi non sarebbero suscettibili di autocontrollo da parte del soggetto. Al contrario, i sostenitori di tali tecniche osservano come esse possano essere apprese ed efficacemente utilizzate, come dimostra la circostanza per cui vi sono soggetti che spontaneamente, in virtù della loro capacità riflessiva e autoriflessiva sono in grado di applicarle, in misura più o meno estesa⁵⁰. In proposito, occorre tenere presente come non possano essere qualificate come tecniche di debiasing in senso proprio quelle che consistano nella mera applicazione di incentivi oppure di sanzioni, per correggere comportamenti sbagliati, in quanto si tratta, da un lato, di modalità che consistono nel fornire un semplice supporto esterno e non modificano dall'interno il comportamento del soggetto. Dall'altro, pur stimolando il ricorso all'attenzione da parte del soggetto, ciò che può in parte migliorarne la prestazione, tali miglioramenti si presentano necessariamente limitati, poichè l'individuo non possiede quelle risorse cognitive, che è compito del debiasing potenziare, e che gli consentono di eseguire correttamente il compito affidatogli. Allo stesso tempo, sempre per il loro carattere esterno al soggetto, non possono essere fatte rientrare all'interno della categoria le tecniche legislative e regolamentari che indirizzino in maniera implicita le scelte di risparmiatori e consumatori, non ponendo obblighi, ma scelte di default o di silenzio assenso in senso per loro vantaggioso (tecniche denominate "nudging", o "scelta gentile") come l'adesione tacita, ad es. a piani previdenziali o di risparmio, o la riformulazione di particolari informazioni in modo più facilmente comprensibile ed elaborabile⁵¹.

⁴⁹ Come riportata in 10^a Commissione del Senato della Repubblica (Industria, Commercio, Turismo), Esame dei disegni di legge in materia di educazione finanziaria, (AS 1288, 1477, 1593, 1626, 1796), Comitato Ristretto, Audizione di Maurizio Trifilidis, Titolare dell'Unità di Coordinamento d'Area e Collegamento Filiali, Area Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Senato della Repubblica, 19 maggio 2010, p. 3.

⁵⁰ In tema di debiasing v. Larrick, R.P. (2004), "Debiasing", in Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making, deKoeler D.J., Harvey N., Chapter 16, p. 316; Jolls C., Sunstein C.R. (2006), "Debiasing through Law", Journal of Legal Studies, 35, January 2006, p. 199.

⁵¹ Madrian B.C., Shea D.F. (2001), "The power of suggestion: Inertia in 401k participation and savings behavior", The Quarterly Journal of Economics, 116, pp. 1149-1187; Johnson E.J., Bellman S, Loshe

Per debiasing in senso proprio, devono infatti intendersi quelle attività volte a migliorare in maniera autonoma, stabile e generalizzabile anche ad altri campi le capacità decisionali degli individui, non essendo necessario, data anche la difficoltà del compito, che bias e disfunzioni decisionali siano completamente eliminate, ma essendo sufficiente che esse vengano semplicemente ridotte e attenuate⁵².

In generale, fondamento delle tecniche di debiasing viene considerato il “pensiero critico” (critical thinking)⁵³, anche se non sempre è facile estenderne gli effetti in via generalizzata rispetto ai compiti specifici per cui tale tecnica viene insegnata⁵⁴. E’ inoltre importante, prima di procedere all’applicazione delle tecniche di debiasing in senso proprio, mettere in condizione il soggetto di riconoscere quelle condizioni psicofisiche (come affaticamento, distrazione, pressione psicologica e temporale, alterazione emotiva, sensazioni viscerali), che, indebolendo la capacità attentiva del sistema logico razionale (sistema 2), impediscono di adottare decisioni corrette e ponderate, incidendo sulla “prontezza per la decisione” (decision readiness)⁵⁵, anche se tali capacità possono essere influenzate inoltre da condizioni personali e sociali stabili e difficili da controllare⁵⁶.

G.L. (2002), “Defaults, framing and privacy: Why opting in ≠ opting out”, *Marketing Letters*, 13, pp. 5-15; Smith N.C., Goldstein, D.G., Johnson, E.J. (2013), “Choice without awareness: ethical and policy implications of defaults”, *Journal of Public Policy & Marketing*, 32, pp. 159-172; Soll, J.B., Milkman K.L., Payne J.W., “A User’s Guide to Debiasing, to appear in revised form in *Wiley-Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making*”, Keren, G., Wu, G. (Eds), disponibile all’indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2455986>, consultato in data 29 agosto 2015; O’Donoghue, T., Rabin, M., (1999), “Doing it now or later”, *American Economic Review*, 89, pp. 103-124; Milkman, K.L., Rogers, T., Bazerman, M.H. (2008), “Harnessing our inner angels and demons: What we have learned about want/should conflicts and how that knowledge can help us reduce short-sighted decision making”, *Perspectives on Psychological Science*, 3, pp. 324-338; Ashraf, N., Karlan, D., Yin W. (2006), “Tying Odysseus to the mast: Evidence from a commitment savings product in the Philippines”, *The Quarterly Journal of Economics*, 121, pp. 635-672.

⁵² Lilienfeld, S.C., Ammirati, R., Landfield, K., (2009), “Giving Debiasing Away. Can Psychological Research on Correcting Cognitive Errors Promote Human Welfare?”, *Perspectives on Psychological Science*, no. 4, vol. 4, pp. 390 ss..

⁵³ Lilienfeld, S.C., Lynn, Namy, Woolf, (2009), “Psychology: From inquiry to understanding”, Allyn & Bacon, Boston.

⁵⁴ Lilienfeld, S.C., Ammirati, R., Landfield, K., (2009), op. cit., p. 391; Halpern, (1998), “Teaching Critical Thinking for Transfer Acrossdomains”, *American Psychologist*, 53, pp. 449-455; Lehman, D.R., Nisbett R.E., (1990), “A longitudinal study of the effects of undergraduate training on reasoning”, *Developmental Psychology*, 26, pp. 952-960.

⁵⁵ Baumeister, R.F., Vohs, K.D., Tice, D.M., (2007), “The strength model of self-control”, *Current Directions in Psychological Science*, 16, pp. 351-355; Milkman, K.L., (2012), “Unsure what the future will bring? You may overindulge: Uncertainty increases the appeal of wants over should”, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 119, pp. 163-176; Gilbert, D.T., Hixon, J.G., (1991), “The trouble of thinking: activation and application of stereotypic beliefs”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 60, pp. 509-517; Payne, J.W., Bettman, J.R., Johnson, E.J., (1993), “The adaptive decision maker”, Cambridge University Press; Lerner, J.S., Small, D.A., Loewenstein, G., (2004), “Heart strings and purse strings carryover effects of emotions on economic decisions”, *Psychological Science*, 15, pp. 337-341; Lerner, J.S., Li, Y., Weber, E.U., (2013), “The financial costs of sadness”, *Psychological Science*, 24, pp. 72-79; DeSteno, D., Li, Y., Dickens, L., Lerner, J.S., (2014), “Gratitude: A tool for reducing economic impatience”, *Psychological Science*, Advance on line publication: DOI: 10.1177/0956797614529979.

⁵⁶ Stanovich, K.E., West, R.F., (2008), “On the relative independence of thinking biases and cognitive ability”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 94, pp. 672-695; Toplak, M.E., Stanovich, K.E., West, R.F., (2011), “The Cognitive Reflection Test as a predictor of performance on heuristic-and-biases tasks”, *Memory & Cognition*, 39, pp. 1275-1289.

In concreto, quindi, un corretto programma di debiasing dovrebbe prevedere diverse fasi progressive, con un'intensità crescente dal livello più basso a quello più intenso: 1) avvertire i soggetti circa la possibilità che si possa instaurare un bias, 2) descriverne la possibile direzione, 3) illustrare il bias, 4) fornire un supporto tramite allenamento, feedback, assistenza e altri tipi di intervento⁵⁷. Infatti, innanzitutto è importante avvertire i soggetti dei possibili bias, perchè molti di essi sono caratterizzati da autoreferenzialità e autoinganno⁵⁸. Per quanto riguarda, poi, in particolare l'ultima fase di intervento, essa dovrebbe concentrarsi su metodologie volte ad incentivare il pensiero critico. Nonostante le difficoltà derivanti dalle molteplici tipologie di bias, essi comunque possono essere suddivisi in famiglie che li raggruppano in base alle comuni cause, a cui applicare tale metodo, che appare il più consono e quello idoneo a determinare i migliori risultati rispetto ad una vasta gamma di ipotesi. Infatti, la maggior parte dei bias e delle distorsioni cognitive appare determinata dalla limitatezza delle ipotesi prese in considerazione ai fini della decisione, con un effetto di ristrettezza mentale (*narrow thinking*), che può essere efficacemente combattuta sollecitando i soggetti a prendere in considerazione soluzioni alternative, e cioè a "pensare il contrario" (*think the opposite*), anzichè soffermarsi sulle proprie ragioni, ciò che andrebbe a rafforzare l'effetto di autogiustificazione del proprio ragionamento. Inoltre, una seconda categoria di metodi, utilmente applicabili alla maggior parte di bias e disfunzioni decisionali, consiste nell'addestramento all'utilizzo di strategie decisionali di livello superiore, come i principi e le regole fondamentali della statistica, dell'economia e della logica⁵⁹. Nonostante l'opinione critica di alcuni studiosi⁶⁰, è ampiamente diffusa l'opinione che un approccio educativo di base possa essere efficace per ampie categorie di bias⁶¹.

⁵⁷ Fischhoff, B., (1982), *Debiasing*, in Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A (eds.), "Judgement under uncertainty: Heuristics and biases", Cambridge University Press.

⁵⁸ Garb, H., (1998), "Studying the clinician: Judgement research and psychological assessment", American Psychological Association, Washington, D.C.; Kida, T., (2006), "Don't believe everything you think: The 6 basic mistakes we make in thinking", Prometheus Books, Amherst, NY; Tavis, C., Aronson, E., (2007), "Mistakes were made (but not by me): Why we justify foolish beliefs, bad decisions, and hurtful acts", Harcourt, New York; Ross, L., Greene, D., House, P., "The false consensus effect: An egocentric bias in social perception and attributional processes", *Journal of Experimental Social Psychology*, 13, pp. 279-301; Pronin, E., Gilovich, T., Ross, L. (2004), "Objectivity in the eye of the beholder: Divergent perceptions of bias in self versus others", *Psychological Review*, 111, p. 781-799; Felson, M., (2002), "Crime in everyday life", Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ.

⁵⁹ Fong, G.T., Krantz, D.H., Nisbet, R. E., (1986), "The effects of statistical training on thinking about everyday problems", *Cognitive Psychology*; Fong, G.T., Nisbet, R. E., (1991), "Immediate and delayed transfer of training effects in statistical reasoning", *Journal of Experimental Psychology: General*, 120, pp. 34-35; Sedleimer P. (1999), "Improve statistical reasoning: theoretical models and practical implications", Erlbaum, Mahwahm NJ.

⁶⁰ Willingham, D.T., (2007), "Critical thinking: Why is it so hard to teach?", *American Educator*, 31, pp. 8-19; Lilienfeld, S.C., Ammirati, R., Landfield, K., (2009), op. cit., pp. 390 ss.; Arkes, H., (1991), "Costs and benefits of judgment errors: Implications for debiasing", *Psychological Bulletin*, 110, pp. 486-498.

⁶¹ Evans, J., Newstead, E., Allen, J., Pollard, P., (1994), "Debiasing by instruction: The case of belief bias", *European Journal of Cognitive Psychology*, 6, pp. 263-285; Kurtz, R., Garfield, S., (1978), "Illusory correlation: A further exploration of Chapman's paradigm", *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, 46, pp. 1009-1015; Mynatt, C., Doherty, M., Tweney, R., (1977), "Confirmation bias in a simulated research environment: An experimental study of scientific inference", *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 29, pp. 85-95; Newstead, S., Pollard, P., Evans, J., Allen, J., "The source of belief bias in syllogistic reasoning", *Cognition*, 45, 257-284; Tweney, R.D., Doherty, M.E., Worner, W.J., Pliske, D.B., Mynatt, C.R., Gross, K.A., Arkelin, D.L., (1980), "Strategies of rule discovery in an inference task", *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 32, 109-123.

Inoltre, particolarmente utile, per migliorare la qualità delle decisioni, si è rivelato l'insegnamento al ricorso di modelli che applichino semplici algoritmi matematici; i cui risultati in termini decisionali superano anche le performances dei migliori esperti. Questa metodologia, attraverso l'ausilio degli strumenti informatici, può essere appresa anche dai soggetti meno esperti, dando vita al fenomeno del DSS (decision support system), o sistema di decisione assistita⁶².

9. Le osservazioni finora svolte appaiono sufficienti a mettere in evidenza come l'educazione finanziaria dei risparmiatori, anche in termini di correzione dei bias cognitivi che li affliggono, rappresenti oggi uno degli argomenti di maggiore interesse e attualità nell'ambito della regolamentazione dei mercati finanziari. Da questo punto di vista, proprio la mancanza di un adeguato livello di conoscenze e competenze pratiche e logico razionali in materia finanziaria viene considerata una delle principali cause della crisi del 2008, determinata dall'assunzione di eccessive e imprudenti cause di indebitamento da parte dei consumatori, come l'incauta accensione di mutui immobiliari o l'utilizzo non consapevole delle carte di credito. A tale pratica educativa viene infatti in misura sempre maggiore riconosciuta una benefica funzione non solo a livello individuale, ma sistemico, come elemento utile per un equilibrato e armonico sviluppo sociale, in quanto aumentando la conoscenza e la razionalità dei cittadini e consumatori di prodotti finanziari, essa può incentivare un comportamento responsabile e trasparente da parte delle istituzioni finanziarie, riducendo le asimmetrie informative a danno della clientela, e favorendo il gioco della concorrenza, con una riduzione dei costi di accesso al credito e all'investimento⁶³.

L'educazione finanziaria è infatti oggi da molti considerata un utile strumento per la promozione sociale (empowerment) delle classi più disagiate, fortemente penalizzate dalle politiche di riduzione dei livelli del welfare e della previdenza pubblica, che pongono a carico dei cittadini e delle famiglie una parte sempre crescente dei relativi oneri, cosicché diventa sempre più pressante, soprattutto per i soggetti più deboli, programmare per tempo la propria posizione previdenziale e assistenziale anche attraverso il ricorso a strumenti di investimento finanziario, che tuttavia essi, per la mancanza di competenze in materia, tendono a non prendere in adeguata considerazione⁶⁴. Tali aspetti si presentano ancora più pressanti quando si consideri

⁶² Levis, M. (2003), "Moneyball: The art of winning an unfair game", W.W. Norton & Company, New York; Dawes, R.M., Faust, D., Meel, P.E., (1989), "Clinical versus actuarial judgment", *Science*, 243, pp. 1668-1674; Dawes, R.M., (1979), "The robust beauty of improper linear models in decision making", *American Psychologist*, 34, p. 571; Camerer, C., (1981), "General conditions for the success of bootstrapping models", *Organizational Behavior and Human Performance*, 27, pp. 411-422; Casey, B.M., McIntire, D.D., Leveno, K.J., (2001), "The continuing value of the Apgar score for the assessment of newborn infants", *New England Journal of Medicine*, 344, pp. 467-471.

⁶³ 10^a Commissione del Senato della Repubblica (Industria, Commercio, Turismo), Esame dei disegni di legge in materia di educazione finanziaria, (AS 1288, 1477, 1593, 1626, 1796), Comitato Ristretto, Audizione di Maurizio Trifilidis, Titolare dell'Unità di Coordinamento d'Area e Collegamento Filiali, Area Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Senato della Repubblica, 19 maggio 2010, p. 4.

⁶⁴ De Felice, M., "Contribuire alla sicurezza finanziaria e previdenziale", intervento al IV Forum internazionale della consulenza e ed educazione finanziaria, Milano, 4 dicembre 2013, in Dossier UC, Educazione finanziaria di qualità, a cura di Ravaglia, R., U&C, n. 3, marzo 2014, p. 30; Campbell, J., (2006), "Household Finance, American Finance Association", *Journal of Finance*, 4; Sorgi, S., "Il valore sociale dell'educazione finanziaria", U&C, marzo 2014, p. 36; EC (2011), "Consumer Empowerment in

L'educazione finanziaria come uno fra i possibili strumenti per contrastare il fenomeno dell'esclusione finanziaria, che accompagna i casi più gravi di emarginazione sociale. Quello dell'educazione finanziaria dei soggetti marginali è dunque un tema assai delicato e rilevante, ai fini di promuoverne l'inclusione all'interno della società⁶⁵.

L'educazione finanziaria, inoltre, si presenta particolarmente importante per prevenire le crisi da sovraindebitamento del consumatore, con tutte le negative implicazioni che ne conseguono a livello sociale, fra cui, ad es., il ricorso all'usura⁶⁶ e al fine di consentire una corretta pianificazione personale e familiare in materia previdenziale e assicurativa⁶⁷.

the EU: Commission Staff Working Paper"; Nardo, M., Loi, M., Rosata, R., Manca, A., (2011), "The Consumer Empowerment Index: A Measure of Skills", Awareness & Engagement of European Consumers; Mapping Consumer Power: An Integrative Framework for Marketing and Consumer Research, *European Journal of Marketing*, 40 (9/10), pp. 950-971; Devlin, (2006), "An Evaluation of Policy Initiatives Designed to Aid Financial Service Decision Making by Low to Medium Income and Vulnerable Consumers", 20-21 April 2006, Consumers in the Knowledge-based Economy Workshop, Lancaster.

⁶⁵ OECD, "Improving Financial Literacy, Analysis of Issues and Policies", OECD Publishing, 2005, p. 76 ss.; Barr, M.S., (2004), "Banking the Poor", *Yale Journal on Regulation*, 21, no.1, pp. 127-237; Connolly C., Hajaj K., (2001), "Financial Services and Social Exclusion, Financial Services Consumer Policy Centre", University of New South Wales; Vighneswara Swamy (2010) (India), "Bank based financial intermediation for financial inclusion and inclusive growth. Banks and Bank Systems", Vol. 5, Issue 4, p. 63.

⁶⁶ Lusardi, A., Tufano, P., (2009), "Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness", NBER Working Paper no. 14808, <http://www.nber.org/papers/w14808>; Mavrinac S.C., Ching, W.P., (2004) "Financial Education for Women in Asia Pacific", ssrn.com/abstract=695042; Lee, Jinkook, Hogarth, Jeanne M., (1999), "Do Consumers Know the Price of Credit? A Comparison of Consumers' Knowledge of Open and Closed End Credit", *Consumer Interests Annual Volume*, 45, p. 71.

⁶⁷ Borella, M., Rossi, M., (2014), "Asset accumulation and decumulation over the life cycle. The role of financial literacy", Netspar (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement), Panel papers 39, Tilburg; Lusardi, A., Mitchell, O.S., (2005), "Financial Literacy and Planning Implications for Retirement Wellbeing", Michigan Retirement Research Center, University of Michigan, WP 2005-108, December 2005; Lusardi, A., Mitchell, O.S., (2006), "Financial Literacy and Retirement Preparedness, Evidence and Implications for Financial Education", Michigan Retirement Research Center, University of Michigan, WP 2006-144, December 2006; Lusardi, A., (2008), "Household Saving Behavior: The Role of Financial Literacy, Information, and Financial Education Programs", NBER Working Papers, February 2008, <http://ssrn.com/abstract=1094102>; Piatti, L., Rocco, G., "L'educazione e la comunicazione previdenziale. Il caso italiano", Cerp, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, WP 100/10; Romiti, A., Rossi, M., (2012), "Housing wealth decumulation, portfolio composition and financial literacy among the European elderly", CeRP-Collegio Carlo Alberto, mimeo); per la presenza di bias e distorsioni cognitive anche in ambito assicurativo: Baker, T., Siegelman, P., (2013), "Behavioral Economics and Insurance Law: The Importance of Equilibrium Analysis", *Faculty Scholarship*, 655, <http://scholarship.law.upenn.edu/faculty-scholarship/655>; Kunreuther, H.C., Pauly, M.V., McMorrow, S., (2013), "Insurance and Behavioral Economics: Improving Decisions in the Most Misunderstood Industry", Cambridge University Press; Sydnor, J., (2010), "(Over)insuring Modest Risks", *American Economic Journal: Applied Economics*, 2: 177-99; Braun, M., Fader, P.S., Bradlow, E.T., Kunreuther, H.C., (2006), "Modeling the "Pseudodeductible" in Insurance Claims Decisions", *Management Science*, 52, pp. 1258-1272; Braun, M., Muermann, A., (2004), "The Impact of Regret on the Demand for Insurance", *Journal of Risk and Insurance*, 71, pp. 737-767; Baker, T., Siegelman, P., (2013), "Do You Want Insurance With That? Protecting Consumers from Add-On Insurance", University of Pennsylvania Law School Working Paper; Hsee, C.K., Kunreuther, H.C., (2000), "The Affection Effect in Insurance Decisions", *Journal of Risk and Uncertainty*, 20, pp. 141-160; Slovic, P., Fischhoff, B., Lichtenstein, S., Corrigan, B., Combs, B., (1977), "Preference for Insuring against Probable Small Losses: Insurance Implications", *Journal of Risk and Insurance*, 44, pp. 237-258; Baker, T., Siegelman, P., (2010), "Tontines for the Invincibles", *Wisconsin Law Review*, pp. 79-120; Camerer, C.F., Kunreuther, H.C., (1989), "Decision Processes for Low Probability Events: Policy Implications", *Journal of Policy Analysis and*

La necessità di predisporre adeguati programmi di educazione finanziaria, appare inoltre essenziale anche alla luce del continuo processo di innovazione finanziaria, sia in tema di prodotti sia di servizi⁶⁸, che rende sempre più difficile orientarsi in questo settore per risparmiatori e consumatori, in considerazione anche del grado di crescente informatizzazione che tende a proporre alla clientela un approccio mediato dalla presenza di interfacce informatiche, come nel caso della c.d. “consulenza robotizzata”, fenomeno che richiede un maggior grado di preparazione per i risparmiatori, affinché possano efficacemente interloquire con il sistema⁶⁹.

Oltre a tali aspetti, l'educazione finanziaria può poi costituire uno strumento di fidelizzazione della clientela per gli intermediari che si prestino ad erogarne i relativi servizi, anche nell'ambito del loro impegno in tema di responsabilità sociale d'impresa⁷⁰, ottenendo così, tramite questa attività importanti ritorni in termini di immagine e di reputazione e un rilevante vantaggio competitivo⁷¹.

Infine, non va dimenticata l'importanza che l'educazione finanziaria viene ad assumere qualora sia considerata anche nella sua funzione di strumento per l'esercizio del diritto di “cittadinanza economica”, cioè della “capacità di agire ‘economicamente’ e consapevolmente (...) anche in un'ottica sistemica, come strumento di politica sociale ed economica al servizio della crescita di lungo periodo del Paese”⁷².

Tutti questi elementi giustificano l'interesse che la pratica dell'educazione finanziaria sta attualmente suscitando a livello nazionale, con la presentazione di numerosi disegni e proposte di legge⁷³ e internazionale, sia a livello dell'Unione Europea⁷⁴ sia dell'OCSE⁷⁵.

Management, 8, pp. 565-592; Johnson, E., Hershey, J., Meszaros, J., Kunreuther, H.C.; (1993), “Framing, Probability, Distorsions and Insurance Decisions”, *Journal of Risk and Uncertainty*, 7, pp. 35-51.

⁶⁸ Sull'innovazione in materia finanziaria v. Gola, C., Ilari, A. (2013), “Financial Innovation Oversight: a Policy Framework”, *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza*, n. 200- Settembre 2013.

⁶⁹ V., in tema, le Considerazioni del Presidente dell'Ivass, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2014*, Roma 23 giugno 2015, Divisione Editoria e Stampa della Banca d'Italia, p. 2.

⁷⁰ Herzig, C., Moon, J., (2011), “Corporate Social Responsibility, The Financial Sector and Economic Recession”, *International Centre for Corporate Social Responsibility, Nottingham University Business School*.

⁷¹ 10^a Commissione del Senato della Repubblica (Industria, Commercio, Turismo), *Esame dei disegni di legge in materia di educazione finanziaria (A.S., 1288, 1477, 1593, 1626, 1796)*, Comitato Ristretto, Audizione di Maurizio Trifilidis, Titolare dell'Unità di Coordinamento d'Area e Collegamento Filiali Area Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Senato della Repubblica, 19 maggio 2010, p.4.

⁷² 7^a Commissione Permanente Istruzione Pubblica e Beni Culturali, Senato della Repubblica, *Disegno di legge n. 1196, “Norme per l'educazione alla cittadinanza economica”*, Audizione del Vice-Direttore Generale della Consob Giuseppe D'Agostino, Roma, 5 aprile 2016.

⁷³ Con riferimento soltanto alla presente legislatura, la n. XVII, è possibile ricordare ben quattro proposte di legge presso la Camera dei Deputati, la n. 3666 dell'8 marzo 2016, On. Paglia, la n. 3662 del 9 marzo 2016, On. Bernardo, la n. 3127 del 19 maggio 2015, On. Galati, e la n. 3524 del 12 gennaio 2016, On. Borghese e Merlo, e un disegno di legge presso il Senato, il n. 1196 del 5 dicembre 2013, Sen. Marino, che riprende il contenuto di cinque diversi disegni di legge presentati nel corso della precedente legislatura e poi unificati in un solo testo in sede di esame presso la 10^o Commissione del Senato.

⁷⁴ A partire dalla Comunicazione della Commissione COM/2007/808 final, *Communication on Financial Education*, del dicembre 2007, continuando con l'istituzione nel 2008 dell'EGFE (Expert Group on Financial Education), composto da stakeholders rappresentanti dei settori coinvolti, e nel 2009 dell'EDFE (European Database for Financial Education), e con il documento della Commissione *Review of the Initiatives of the European Commission in the Area of Financial Education* del 31 marzo 2011.

⁷⁵ Che ha istituito nel 2008 l'International Network on Financial Education (INFE) come gruppo di lavoro a cui partecipano 138 autorità pubbliche dei 68 Paesi Membri, e ha provveduto nel 2005 alla pubblicazione del libro “*Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*”, della “*Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*”, e nel 2008

10. Se, dunque, il consenso circa l'opportunità di introdurre opportuni programmi di educazione finanziaria può a ben diritto ormai definirsi globale, non mancano tuttavia alcune voci dissenzienti. Fra queste una delle più autorevoli e decise è quella di L. Willis⁷⁶. In particolar modo, l'autrice contesta l'efficacia dell'educazione finanziaria sotto diversi profili. Innanzitutto, la profonda ignoranza in materia finanziaria della maggior parte della popolazione anche nei Paesi più avanzati, attestata in maniera costante da numerose indagini empiriche, renderebbe una campagna di educazione finanziaria a livello di massa estremamente costosa, e allo stesso tempo inefficace, per effetto dell'eterogeneità dei consumatori e dei prodotti e servizi, ciò che renderebbe necessario intraprendere su larga scala iniziative specializzate, ma proprio per questo economicamente particolarmente onerose. Inoltre, le varie campagne pubbliche di educazione finanziaria non riuscirebbero, nella pratica, a tenere il passo con la costante innovazione del mercato in termini di prodotti e servizi finanziari offerti. I programmi educativi in materia finanziaria finora realizzati e proposti su base volontaria, poi, registrerebbero scarsa partecipazione e interesse da parte dei soggetti a cui sono rivolti, che sono spesso proprio i più bisognosi, perchè maggiormente carenti, di tale formazione. Pertanto i relativi programmi, per essere efficaci, dovrebbero quanto meno avere carattere obbligatorio. A ciò deve aggiungersi la circostanza che difficilmente risparmiatori e clienti, anche se educati, saprebbero resistere alle lusinghe del marketing poste in essere dagli intermediari in sede di collocamento, senza l'assistenza di un esperto, e, infine, allo scopo di garantire la reale efficacia dei programmi di educazione finanziaria, gli educatori dovrebbero anche occuparsi di correggere disfunzioni cognitive e comportamentali dei cittadini, ma ciò determinerebbe una indebita invasione della loro sfera privata attraverso la sottoposizione a pratiche intrusive e forzate di intervento psicologico coattivo.

In sostanza, afferma l'autrice, programmi efficaci di educazione finanziaria dovrebbero essere diffusi a livello generalizzato, e intensivi, frequenti (al fine di mantenerne l'efficacia nel tempo) e obbligatori, e forniti anche al momento della presa di decisione finale di investimento o di acquisto di un servizio o prodotto finanziario. Essi dovrebbero avere inoltre carattere personalizzato ed invadere pesantemente la sfera della privacy dei cittadini. Lo sforzo in termini di costi e di tempi per il sistema pubblico sarebbe enorme. Occorrerebbe inoltre creare una nuova classe di formatori-educatori-psicologi esperti in materia di educazione finanziaria, con i relativi oneri anche economici che ciò comporta. Infine, i cittadini dovrebbero sostenere ingenti costi e sacrifici per seguire le attività educative, sottraendo tempo e risorse ad altre attività creative di ricchezza, con un conseguente decremento del benessere complessivo, per

le "Good Practices for Enhanced Risk Awareness and Education on Insurance Issues". L'OCSE ha inoltre inserito nel Programme for International Student Assessment (PISA) anche il tema della Financial Literacy e della Financial Capability nel 2012, e, attraverso l'INFE, lanciato nel 2015 una nuova indagine a livello globale circa le iniziative e il livello di educazione finanziaria nei vari Paesi (Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion).

⁷⁶ Willis, L.E., (2011), "The Financial Education Fallacy", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 2011, 101:3, pp. 429-434, <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.101.3.429>, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1869323>; Willis, L.E., (2008), "Against Financial-Literacy Education", *Iowa Law Review*, 94(1), pp. 197-285; Willis, L.E., (2009), "Evidence and Ideology in Assessing the Effectiveness of Financial Literacy Education", *San Diego Law Review*, 46(2), pp. 415-58.

non parlare poi dell'invasività di queste pratiche a livello della privacy e della sfera personale degli individui, qualora caratterizzate da interventi di carattere psicologico.

Per questa ragione, sostiene l'autrice, un approccio di tipo paternalistico si rivelerebbe più appropriato, e in particolar modo l'educazione finanziaria sarebbe più efficacemente sostituibile con l'introduzione di un sistema di welfare pubblico obbligatorio che assicuri prestazioni adeguate, senza lasciare ai singoli l'onere di provvedere al proprio futuro tramite impegnative decisioni che gli stessi non sarebbero comunque in grado di compiere efficacemente, nonostante gli sforzi educativi loro impartiti, oppure con l'introduzione di forme di ausilio diretto o indiretto. Fra questi andrebbero prese in considerazione, ad es., pratiche di nudging, con l'introduzione di opzioni di default, l'affiancamento del risparmiatore con un consulente esperto, in vista dell'adozione di scelte di investimento importanti, e la minuziosa regolamentazione dei prodotti offerti, da parte del legislatore e delle autorità di vigilanza.

Oltre a queste obiezioni, di ordine prevalentemente tecnico, altre voci contrarie alla pratica dell'educazione provengono poi da chi, in una prospettiva più marcatamente ideologica e di critica al sistema finanziario nel suo complesso, e al regime socio-politico che ne è alla base, ne mette in evidenza l'impianto sostanzialmente mistificatorio⁷⁷.

Infatti, secondo questa prospettiva, la filosofia ispiratrice delle politiche di educazione finanziaria volte a mettere il cittadino al centro delle proprie scelte economiche, soprattutto a seguito della recente crisi, che ha posto in evidenza la necessità di educare anche alla "resilienza", cioè alla capacità di affrontare, con un'adeguata programmazione e preparazione, periodi personali di difficoltà economica, come eventuali momenti di disoccupazione o dissesti finanziari, celerebbe in realtà il vero obiettivo di tali politiche: addossare agli individui i costi e i fallimenti del sistema. L'educazione finanziaria svolgerebbe così la funzione di autogiustificazione assoluta dell'attuale sistema economico-finanziario e della sua impostazione neoliberista. Di fronte alle crisi e ai dissesti determinati dal neoliberismo, la soluzione non consisterebbe altro che nel convincere i cittadini dell'inevitabilità di tali eventi negativi, addestrandoli a fronteggiarli, ma senza alcuna visione critica. Il rischio, assai concreto, di questa impostazione sarebbe quello di condurre all'autoreferenzialità del sistema stesso, creando un processo di adattamento alla crisi basato su una metodologia attraverso la quale il potere costituito si autogiustifica, rendendosi immune dalla possibilità del cambiamento. Se, infatti, le condizioni permanenti di ogni sistema sono quelle della fragilità e della crisi, il ricorrere di situazioni critiche non viene più percepito come opportunità di innovazione e cambiamento, soprattutto in assenza di visioni critiche esterne capaci di contrastare le posizioni ideologiche di potere al momento dominanti. L'educazione finanziaria potrebbe essere utile, pertanto, solo qualora si facesse portatrice di una tale visione contestatrice, ma non nella concezione con cui essa viene comunemente intesa e praticata all'interno del sistema.

11. Le critiche così espresse, e che abbiamo ora ricordato, riportano quindi il dibattito in tema di educazione finanziaria all'interno di una visione più ampia, ove paternalismo e antipaternalismo si fronteggiano, in una prospettiva non scevra di aspetti di ambiguità. Infatti il paternalismo viene in quest'ambito ad assumere una natura benevola e in un

⁷⁷ V. Clarke, C., (2015), "Learning to fail: resilience and the empty promise of financial literacy education", *Consumption Market & Culture*, DOI: 10.1080/10253866.2014.1000315.

certo senso “libertaria”, in conflitto con un “antipaternalismo”, in cui il richiamo alla libertà degli individui fungerebbe in realtà da strumento mistificatorio per celare la verità di un sistema che addossa ai singoli la responsabilità del proprio fallimento. Il cittadino finanziariamente educato e in grado di assumere adeguate scelte finanziarie sarebbe in realtà un soggetto privo di ogni reale autonomia, poichè impossibilitato, di fatto, ad adottare decisioni economiche autonome e subordinato allo strapotere di un sistema finanziario che, al momento stesso in cui lo educa, lo rende prigioniero della libertà decisionale che formalmente gli attribuisce, in quanto scarica in tal modo su di lui anche le responsabilità del sistema stesso.

Considerando tali critiche, non si può non rilevare come esse, nella loro radicalità, pongano l'accento su aspetti degni di attenzione, ma come, allo stesso tempo, le stesse possano essere temperate attraverso l'analisi di possibili obiezioni, che senz'altro possono mitigarne la portata, riconducendole in una prospettiva più equilibrata.

Con riferimento innanzitutto alle osservazioni avanzate circa i costi e la difficoltà di realizzare politiche efficienti di educazione finanziaria di massa, se è vero che i costi di tali politiche si presentano sicuramente ingenti, è anche vero che essi possono in realtà risultare minori di quanto previsto, in quanto si prestano ad essere assorbiti all'interno di altre categorie di spesa. Per es., l'educazione finanziaria, in quanto rivolta ai giovani, potrebbe essere utilmente inserita all'interno dei programmi del sistema scolastico pubblico, con costi aggiuntivi molto più ridotti, come infatti prevedono i vari disegni di legge presentati sul punto e attualmente all'esame del Parlamento. Per quanto riguarda l'attività educativa di soggetti in età adulta, l'educazione finanziaria non dovrebbe necessariamente essere generalizzata, ma potrebbe riguardare soprattutto i soggetti più deboli, o che ne appaiono maggiormente bisognosi, oppure concentrarsi specialmente su quei momenti della vita (come l'ingresso nel mondo del lavoro, la creazione di una famiglia e la nascita dei figli, l'avvicinarsi del pensionamento, etc.) in cui è necessario adottare scelte finanziarie più impegnative. Essa inoltre potrebbe essere affidata allo svolgimento da parte di soggetti e organizzazioni private, come associazioni di consumatori e utenti, rappresentanze degli intermediari, che potrebbero sostenerne in tutto o in parte i relativi costi, alleggerendone così gli oneri a carico dello Stato, che potrebbe limitarsi ad un'attività di supervisione, vigilanza e coordinamento sulle varie iniziative, come, anche in questo caso, previsto dalle molte iniziative legislative attualmente in discussione.

Quanto alla difficoltà di conciliare l'attualità dell'educazione con il fenomeno della continua innovazione in materia finanziaria, che renderebbe impossibile restare al passo con le novità del mercato, non necessariamente l'educazione finanziaria dovrebbe rendere conto di tutte le innovazioni, limitandosi a rendere familiari ai risparmiatori quei servizi e prodotti che sono maggiormente alla loro portata senza fare riferimento a strumenti troppo sofisticati e per loro inaccessibili. Inoltre, è un dato comune a tutte le indagini empiriche condotte nei vari Paesi, anche quelli economicamente più avanzati, che le competenze di base dei cittadini in materia finanziaria sono in realtà gravemente carenti anche rispetto alle nozioni di livello più elementare. Pertanto sarebbe sicuramente già soddisfacente un piano di educazione finanziaria che mirasse ad assicurare almeno un livello di conoscenze di base, senza preoccuparsi di eccessive sofisticazioni.

Un'ulteriore critica riguarda poi la circostanza per cui programmi di educazione finanziaria efficaci dovrebbero occuparsi anche di aspetti psicologici e cognitivi, e quindi darebbero luogo ad indebite invasioni della sfera privata dei cittadini e delle loro emozioni, influenzando e manipolando il loro modo di pensare e la loro personalità. In

realtà, come abbiamo visto trattando brevemente delle tecniche di debiasing, i programmi di educazione relativi al miglioramento delle capacità logico-cognitive non presentano un tale carattere di invasività. Essi si incentrano su di un miglioramento della capacità logico razionali, ampliando la possibilità di prendere in considerazione soluzioni alternative e incentivando il pensiero critico e l'autoriflessività, per cui non costituiscono forme di manipolazione o alterazione del pensiero, ma, al contrario, accrescono l'autoconsapevolezza degli individui. Inoltre, molto significative, per l'adozione di corrette decisioni in campo economico, si sono rivelate le tecniche in grado di aumentare le capacità e le conoscenze logico-matematiche di base, elementi questi che già sono parte dei programmi scolastici tradizionali, e che andrebbero semplicemente potenziati. Quanto alla circostanza per cui i programmi di educazione finanziaria produrrebbero comunque un effetto trasformativo sulle persone ad essi sottoposti, tale efficacia trasformativa è in realtà un portato caratteristico di ogni attività educativa ben riuscita, che in quanto tale non può essere solo informativa, ma anche formativa in senso proprio. Pertanto, quando tale processo comporti un incremento dell'autonomia dei soggetti e delle proprie capacità decisionali, come nel caso dell'educazione all'autonoma capacità decisionale in campo finanziario, esso non può che essere auspicabile e positivamente valutato.

Altro aspetto su cui si appuntano le critiche è che molti soggetti non amano dedicarsi personalmente alle proprie scelte in materia economica, preferendo delegarle ad altri, e per questo un processo di educazione finanziaria non sarebbe per loro desiderabile e desiderato. In realtà, in molti casi il rifiuto ad occuparsi di questioni finanziarie nasce proprio dall'ignoranza della materia, che genera un senso di ansia e di rigetto verso tali temi: offrire alle persone un percorso educativo ed informativo che riduca tale ansia e disagio, potrebbe in realtà proprio incentivare il desiderio di prendere parte attiva nelle relative decisioni.

Al contrario, molti soggetti desiderano attivamente occuparsi della propria condizione finanziaria; per questo una condizione di paternalismo assoluto, dove tutti i bisogni in materia di welfare e di tutela previdenziale fossero assolti completamente dallo Stato, non rispetterebbe la libertà di tali individui. Soprattutto, però, rispetto all'eventualità di un sistema di previdenza completamente pubblico e volto a far fronte a tutte le necessità dei cittadini, l'obiezioni più forte nasce dalla concreta impraticabilità di tale soluzione allo stato attuale, come dimostra la crisi in cui attualmente versano i sistemi di previdenza pubblica, crisi dovuta ad elementi come il calo demografico, l'aumento della vita media e del correlativo periodo di erogazione delle prestazioni, l'incertezza circa l'andamento di variabili economiche rilevanti ai fini della programmazione dei programmi collettivi di welfare⁷⁸. Tutti questi elementi rendono imprescindibile lasciare ai cittadini il compito di provvedere almeno in parte al loro futuro in termini previdenziali, fornendo loro quantomeno le capacità per poter adeguatamente svolgere questo compito.

Fra le proposte avanzate dai critici dell'educazione finanziaria, vi è poi quella, già ricordata, di affiancare agli individui dei consulenti personalizzati, al momento di assunzione delle decisioni in materia, anziché fornire agli stessi degli strumenti educativi. In realtà, la presenza di un consulente finanziario può innalzare di molto il livello delle scelte in materia economica; tuttavia non bisogna dimenticare che tale affiancamento

⁷⁸ V. King, M., (2004), "What Fates Impose: Facing Up To Uncertainty", Speech given by Mervin King, Governor of the Bank of England at the Eight British Academy Annual Lecture, London 1 December 2004.

potrebbe non essere sufficiente. Innanzitutto, perchè il rapporto con il consulente possa ottenere risultati efficaci è necessario che il cliente possa interagire in maniera adeguata e, per poter fare ciò, deve possedere alcune competenze di base, che potrebbero essere carenti in assenza di un programma educativo. Il consulente, infatti, per poter svolgere in maniera adeguata la propria funzione deve, anche sulla base della normativa vigente, richiedere al cliente informazioni personali e relative alla sua sfera finanziaria, nonché fornire allo stesso adeguata informazione. Ora, tale scambio informativo non è possibile senza che il cliente possieda un livello culturale di base in materia finanziaria. Inoltre, occorre considerare che comunque tra professionista e cliente esiste un sempre un livello di asimmetria informativa tale per cui il consulente potrebbe facilmente approfittare, a proprio vantaggio, delle scarse conoscenze della clientela, lasciando campo libero al conflitto di interessi sempre latente fra tali soggetti. La possibilità per il consulente di approfittarsi di questa situazione di disparità aumenta dunque in maniera esponenziale quanto più elevato sia il grado di ignoranza della clientela; per questo la possibilità di disporre di percorsi di alfabetizzazione finanziaria può costituire un utile strumento anche per la prevenzione di tali conflitti e per rendere la consulenza realmente efficace.

Da questo punto di vista, la preoccupazione che l'educazione finanziaria possa in realtà tradursi in uno strumento di responsabilizzazione del cittadino, e di deresponsabilizzazione del sistema e dei suoi operatori non pare sempre convincente. L'aumento del grado di consapevolezza e di capacità decisionale a livello individuale non può che innalzare la qualità complessiva del sistema. Da questo punto di vista, può apparire utile il paragone con quanto avvenuto negli ultimi decenni in termini di educazione in materia igienico-sanitaria. Le campagne educative svolte negli ultimi anni per prevenire e combattere le più gravi patologie e promuovere stili di vita sani e salutari, sia a livello scolastico, sia attraverso l'ausilio più ampio dei media, hanno contribuito ad incrementare la consapevolezza dei cittadini su questi temi. Contestualmente ciò ha prodotto un miglioramento anche delle condizioni di vita in generale, ha contribuito a debellare e combattere gravi malattie e ad aumentare l'aspettativa e la durata della vita media. Inoltre, la maggiore consapevolezza ha portato i cittadini a ricorrere più frequentemente alle cure specialistiche del medico, per cui la migliore educazione non ha condotto alla sostituzione dell'esperto con un autonomo "fai da te", ma ha migliorato la relazione fra medico e paziente. Essa si è infatti evoluta, per effetto di questi meccanismi, da un modello iniziale basato, anche qui con un interessante parallelismo, sul paternalismo del medico, decisore assoluto, in scienza e coscienza, del destino del malato nel suo superiore interesse, ad un diverso modello basato su un'interazione che passa attraverso "l'alleanza terapeutica", che vede il paziente, adeguatamente informato, come parte attiva nel percorso terapeutico. Occorre inoltre riscontrare, infine, che l'aumento della consapevolezza e delle conoscenze dei cittadini in materia sanitaria, anziché ridurre, anche a livello giuridico e in ambito giudiziario, la responsabilità, penale e civile, del medico, ha contribuito, affinando la sensibilità dei cittadini verso le pratiche di malasanità, ad un innalzamento sostanziale della stessa, con un incremento delle iniziative e delle richieste risarcitorie, incentivando in tal modo anche un miglioramento della professionalità degli operatori e delle strutture.

12. Quanto alla possibilità che l'attività educativa venga affiancata anche da altre iniziative, come l'introduzione di controlli sui prodotti da parte dell'autorità di vigilanza (product intervention) e la previsione di prodotti già progettati in considerazione delle particolari caratteristiche dei destinatari (product management), queste prospettive non escludono la possibilità di tale abbinamento. Anzi, da questo punto di vista, la nuova normativa in corso di attuazione a livello nazionale e contenuta nella direttiva Mifid 2 (Direttiva 2014/65 del 15 maggio 2014, relativa ai mercati e agli strumenti finanziari, di modifica delle direttive 2002/92/CE e 2011/61/UE), si colloca proprio in questa scia. L'impostazione adottata dalla nuova direttiva in tema di disciplina dei mercati e strumenti finanziari si caratterizza infatti per la specifica attenzione dedicata al processo di creazione e diffusione sul mercato di tali prodotti, che si traduce in due nuove modalità intervento. Attraverso la prima di esse, denominata "product governance", particolare rilievo viene riconosciuto alle modalità attraverso le quali i nuovi prodotti vengono progettati, dovendosi obbligatoriamente tenere conto, in questa fase, delle caratteristiche dei risparmiatori a cui essi saranno destinati. A questo proposito, il Considerando 71 della Direttiva 2014/65 stabilisce che l'intermediario ha l'obbligo di comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o consigliati nell'ambito dell'attività di consulenza e di istituire politiche specifiche interne per identificare le categorie di clienti a cui prodotti e servizi saranno destinati. Nella produzione di strumenti finanziari, poi, l'intermediario dovrà garantire che essi siano stati progettati con riferimento alle esigenze specifiche di una certa tipologia di clienti finali, e adottare le misure necessarie affinché il collocamento avvenga esclusivamente nel relativo settore di mercato. Al fine di rendere effettivo tale impegno, l'identificazione del mercato di riferimento e il rendimento dei prodotti dovranno essere sottoposti a verifica periodica. Quando si tratti, poi, di un prodotto o servizio realizzato da altri, l'intermediario dovrà comunque assicurarsi, acquisendo le necessarie informazioni, che il prodotto possiede le caratteristiche specifiche per il mercato di riferimento e il settore di clientela a cui è destinato.

Questi obblighi, successivamente specificati con maggior dettaglio dagli art. 16 (3) e 24 della direttiva medesima, e, che si aggiungono, senza limitarli, agli attuali doveri di comportamento previsti dall'art. 21 e seguenti del Testo Unico della Finanza, anticipano, come è stato osservato⁷⁹ la tutela del cliente e del suo interesse già alla fase di creazione del prodotto, introducendo una modalità di vigilanza sull'intermediario che incide non solo sulla fase dell'offerta e dell'interazione con il cliente finale, ma anche sulle tecniche di progettazione del prodotto e le strategie distributive. Tale nuova impostazione definisce in materia dettagliata i ruoli dell'intermediario ideatore del prodotto e dell'intermediario che ne è semplice distributore, intervenendo su aspetti precedentemente lasciati all'ambito dell'autonomia privata. Pertanto, non soltanto andranno ridefiniti, da parte degli intermediari produttori gli aspetti relativi alle loro politiche interne di creazione ed ideazione dei prodotti, ma anche quelli che si riferiscono agli accordi commerciali con i distributori, al fine di renderli conformi alle prescrizioni delle nuove normative.

Se il principio della product governance incide in maniera del tutto nuova sulla libertà di creazione di nuovi prodotti, limitando in nome della tutela del cliente il processo di innovazione finanziaria, riconducibile sostanzialmente al principio privatistico dell'autonomia contrattuale, nel senso che tale processo dovrà comunque

⁷⁹ Morlino, S., (2015), "La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2 aprile 2015", reperibile sul sito www.dirittobancario.it

svolgersi nell'ambito di procedure predefinite, il principio della product intervention introduce un ancora più forte potere diretto di limitazione di tale libertà da parte dell'autorità di vigilanza. Infatti tale principio, sancito sempre dalla direttiva di I livello n. 2014/65, attribuisce alle autorità di vigilanza europee (ESMA ed EBA) e nazionali, il potere di vietare o di restringere la commercializzazione di prodotti finanziari, a condizione che sussistano specifici presupposti, come la necessità di tutelare i risparmiatori, minacce per la stabilità finanziaria dei mercati e l'insufficienza delle misure attualmente vigenti. Finalità principale della normativa è chiaramente quella di ampliare il grado di tutela attualmente prevista, soprattutto con riferimento a strumenti ed operazioni con un elevato grado di pericolosità perchè altamente rischiose, opache, complesse o dotate di un impatto dannoso potenzialmente assai forte sull'intero mercato.

Attraverso la previsione di un intervento diretto dell'autorità di vigilanza volto a vietare in maniera immediata la possibilità in assoluto di commercializzare particolari prodotti finanziari, è evidente come il principio di libertà di creazione e di innovazione in materia finanziaria venga ad essere lesa, con un'impostazione senza precedenti rispetto a quella adottata negli ultimi decenni. Allo stesso modo è evidente come tale impostazione metta in forte dubbio l'assunto fondamentale neoliberalista, che abbiamo più volte ricordato, della capacità di autoregolamentazione del mercato, e, contemporaneamente, come essa risponda ad una più generale tendenza di tipo paternalistico.

Rispetto a queste osservazioni, possiamo dunque affermare che l'impostazione paternalistica è risultata oggi vincente? Spingersi verso questa conclusione appare probabilmente eccessivo. Certo è, da questo punto di vista, che le vicende della crisi finanziaria del 2008, le risultanze della finanza comportamentale circa l'irrazionalità del comportamento di risparmiatori e mercati rispetto ai modelli economici tradizionali, le numerosi indagini empiriche che dimostrano la forte carenza di nozioni finanziarie di base nella maggior parte della popolazione anche dei Paesi più evoluti, hanno portato a riconsiderare assunti che fino a qualche anno fa apparivano scontati, prevedendo nuovi approcci di tipo limitativo.

Allo stesso tempo, però, l'impostazione volta a limitare la libertà degli intermediari e dei clienti, a protezione degli interessi di questi e del buon funzionamento dei mercati, convive con la necessità, egualmente avvertita e propugnata, di offrire agli utenti di prodotti e servizi finanziari una tutela non solo di segno negativo, ma anche di tipo attivo, attraverso il potenziamento della loro capacità decisionale che possa determinare un reale processo di empowerment

Da questo punto di vista, product intervention ed educazione finanziaria non appaiono come misure fra loro mutualmente escludentesi, ma quali strumenti che possono e devono fra loro coesistere, rafforzandosi e potenziandosi a vicenda, in una alternanza fra i due poli estremi di paternalismo e antipaternalismo, che rimanda a sua volta alla dialettica fra razionalità e irrazionalità di individui, risparmiatori e mercati.

13. Se queste, dunque, sono le considerazioni a cui conducono le riflessioni sul tema della razionalità o irrazionalità dell'agire economico, cioè su quella che, come testimonia il titolo di questo convegno, possiamo definire quale "economia delle passioni", dobbiamo però aggiungere che tali riflessioni potrebbero ben presto rivelarsi superate e

anacronistiche. Questo non perchè razionalità e irrazionalità si apprestino a non essere più elementi caratterizzanti della natura umana, ma per una ragione di carattere ancora più radicale, in quanto i nuovi sviluppi della tecnologia e dell'intelligenza artificiale annunciano un mondo, assai più vicino a noi di quanto sia dato immaginare, in cui la presenza dell'uomo all'interno dell'attività economica potrebbe fondatamente divenire un dato meramente marginale.

Questi sviluppi tecnologici, che preannunciano un sistema in cui l'intervento umano risulterà grandemente ridotto rispetto ad una serie di attività professionali, anche di elevato valore intellettuale, sono già tecnicamente possibili e annunciati come prossimi a realizzarsi, nel giro di pochissimi anni, innanzitutto proprio a partire dall'ambito della finanza, dove la maggior parte delle transazioni si svolgono già attraverso reti virtuali transnazionali, governate spesso da algoritmi e gestite da apparati informatici. È il fenomeno della tecnofinanza, che si appresta a stravolgere non solo il *modus operandi*, ma anche la stessa impostazione della vigilanza e le modalità di interazione con la clientela, attraverso la creazione di un sistema di transazioni e di flussi finanziari condotti, regolati e controllati, anche a livello di autorità di controllo pubblico, mediante l'interazione di sistemi informatici e con esclusione dell'intervento umano⁸⁰.

In questo mondo tecnologicizzato, in cui i sistemi informatici dialogheranno fra loro in maniera autonoma, trasferendo in via automatica immense quantità di denaro, all'interno di un universo virtuale che si pone al di fuori del contesto territoriale del mondo fisico, e dove il riconoscimento della personalità giuridica, cioè il possesso di diritti e obblighi, con la concorrente possibilità di realizzare transazioni giuridicamente vincolanti, a robot e sistemi informatici guidati da algoritmi appare già come una possibilità concreta alla luce di sistemi normativi attualmente vigenti⁸¹, è lecito dunque chiedersi quale posto potrà a breve ancora riconoscersi per l'uomo nell'ambito dell'attività economica. Se il termine economia indica infatti etimologicamente l'arte del "governo della casa", nasce infatti spontaneo il quesito se l'economia, che si annuncia sempre più dominata non solo a livello di mansioni puramente esecutive ma anche laddove occorrono raffinate capacità intellettuali e decisionali, dall'intelligenza artificiale, con una preannunciata perdita di occasioni di occupazione per i lavoratori umani, sia ancora e si appresti ad essere in un non lontano futuro la "casa dell'uomo".

Da questo punto di vista, il tema dell'intelligenza artificiale, della tecnofinanza e della digital disruption evocano gli scenari di un mondo tecnologico, interconnesso e globalizzato, dove i tradizionali riferimenti, come il concetto di diritto legato alla sovranità territorialmente delimitata degli Stati nazionali e il potere economico inteso come possesso di beni materiali, scolorano rispetto ad un contesto in cui la ricchezza finanziaria si presenterà sempre di più come rarefatta e dematerializzata e dove il lavoro umano sarà sostituito da quello di macchine sempre più sofisticate e "intelligenti". Se questo scenario sembra preannunciare un futuro in cui l'umanità potrebbe essere definitivamente affrancata dalla fatica del lavoro, anche intellettuale, potendo dedicarsi liberamente ad un rinnovato "otium" creativo, sfruttando il reddito prodotto dal lavoro delle macchine e redistribuito in un ideale "neosocialismo", gli orizzonti reali che questo modello propone sembrano essere molto più contraddittori.

⁸⁰ Arner, W.D., Barberis, J., Buckley, R.P., (2016), "FinTech, RegTech, and The Reconceptualization of Financial Regulation", October 2016, forthcoming: *Northwestern Journal of International Law and Business*, electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2847806>.

⁸¹ v. Bayern, S., (2015), "The Implications of Modern Business-Entity Law for The Regulation of Autonomous Systems", *Stan. Tech. L. Rev.*, (19), pp. 93-112.

Al di là della ricchezza dematerializzata e gestita dai computers e delle complesse articolazioni societarie, favorite dal riconoscimento della personalità giuridica ad entità sempre più astratte e lontane, come i sistemi informatici, si nasconde infatti una realtà dominata da una ricchezza materiale e concreta, caratterizzata da immensi patrimoni concentrati nelle mani di un numero sempre più ristretto di individui⁸² con un crescente divario in termini economici e sociali rispetto all'altrettanto concreta parte dell'umanità, esclusa dal possesso di tale ricchezza. Se il lavoro delle macchine guidate dall'intelligenza artificiale andrà sempre più ad affermarsi, con esso convivono e si diffondono in termini sempre più vasti forme di sfruttamento che si spingono fino lavoro forzato (forced labour), con milioni di persone⁸³ che prestano attività lavorative sotto minaccia, senza retribuzione o altri corrispettivi. Si tratta di fenomeni che richiamano in forme contemporanee l'antica piaga del lavoro schiavistico, che appare paradossalmente riemergere in tutta la sua gravità anche all'interno di contesti da cui sembrava definitivamente debellato⁸⁴.

E così il riferimento all'antichità romana, e alla sua economia basata sul lavoro servile, torna in tutta la sua attualità, chiudendo drammaticamente il cerchio di una storia i cui corsi e ricorsi tendono pervicacemente a ripresentarsi, all'interno del faticoso percorso dell'umanità. Ma tutto ciò rende anche di fondamentale importanza il richiamo al tema dell'etica nella vita economica, che la Prof. Frunzio ha indicato come punto di partenza all'inizio di questo Convegno, e a cui credo sia quindi necessario ricollegarsi per concludere, sia in chiusura del lungo percorso storico che abbiamo idealmente attraversato, sia come proposta concreta di impegno per il nostro comune futuro.

⁸² Per una ricerca di carattere sociologico sulle complesse architetture giuridico-finanziarie multinazionali, istituite al fine di occultare i grandi patrimoni e sottrarli all'applicazione degli obblighi legislativi e fiscali imposti dagli Stati, v. Brooke Harrington, (2016), "Capital without borders: wealth managers and the one percent", Harvard University Press.

⁸³ Ventuno milioni, secondo le stime del Global Estimate of Forced Labour 2012 dell'Organizzazione Mondiale del Lavoro.

⁸⁴ Sul fenomeno del forced labour e delle nuove forme schiavitù v. Buccellato, F., Rescigno, M., (a cura di), (2015), "Impresa e "forced labour": strumenti di contrasto", Il Mulino, Bologna.