



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Corso di laurea
In Economia e Finanza**

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

**Consulenza finanziaria e trasparenza informativa:
impatti della normativa MiFID II**

Relatori

Ch. Prof.ssa Caterina CRUCIANI

Ch. Prof. Antonio PROTO

Laureando

Francesco Bona

Matricola 839384

Anno Accademico 2018-2019

Indice

Ringraziamenti	5
Introduzione	7
Capitolo 1. I mercati finanziari dell'Unione Europea: la regolamentazione	9
1.1. L'evoluzione normativa prima di MiFID II.....	10
1.2. La crisi finanziaria del 2008: cause, diffusione e conseguenze	14
1.2.1. Caratteristiche fondamentali della crisi.....	18
1.2.2. La lezione della crisi.....	23
1.3. Una nuova regolamentazione: Market in Financial Instruments Directive II.....	24
Capitolo 2. <i>Information overload</i> : cause effetti e contromisure	39
2.1. Cenni di teoria del carico cognitivo	39
2.2. <i>Overload</i> Informativo: cause ed effetti	41
2.3. L' <i>overload</i> e il suo effetto sulla propensione al rischio.....	46
2.4. <i>Overload</i> informativo: contromisure	49
2.5. Implicazioni teoriche nella consulenza finanziaria.....	56
Capitolo 3. <i>Overload</i> , propensione al rischio e mediazione tramite un esperto: un caso applicato.....	61
3.1. Sintesi degli aspetti teorici, ipotesi di ricerca e metodologia di lavoro.....	61
3.2. Sezioni del questionario	Errore. Il segnalibro non è definito.
Capitolo 4. Risultati dello studio empirico: analisi e inferenze	71
4.1. Analisi descrittiva dei dati	71
4.1.1. Analisi dei dati nei singoli trattamenti	71
4.2. Test non parametrici sulle variabili di controllo e sulle variabili di interesse	77
4.2.1 Test non parametrici di Kruskal Wallis sulle variabili di controllo.....	78
4.2.2 Test non parametrici di Kruskal Wallis sulle variabili di interesse.....	81
4.2.3. Interpretazione dei risultati e limiti dello studio	86
4.3. Test di correlazione	86

4.3.1. Test di correlazione tra le variabili di controllo	86
4.3.2. Test di correlazione tra le variabili di interesse	87
4.4. Analisi multivariata	92
5. Conclusioni.....	97
Appendice A.....	99
Appendice B.....	107
Bibliografia.....	113

Ringraziamenti

Un ringraziamento particolare va alla professoressa Caterina Cruciani per il percorso svolto insieme, per gli innumerevoli consigli sempre preziosi, per avermi supportato e soprattutto per avermi trasmesso passione e curiosità. Per avermi fatto capire che questo traguardo è solo l'inizio di una strada fatta di studio, di domande e di confronti che mi accompagnerà per molto tempo.

Alla mia famiglia, che mi ha cresciuto trasmettendomi valori importanti che porterò con me per sempre.

A tutti i miei amici, quelli storici e quelli nuovi, che sono stati un punto fermo in ogni momento.

Introduzione

Un mondo finanziario molto regolamentato che cambia continuamente, può creare spaesamento tra gli investitori e produrre senso di inadeguatezza rispetto alla varietà e alla complessità di servizi e strumenti che viene loro offerta, talvolta di diffidenza verso le informazioni fornite dalle imprese di investimento; tanto più se a fare da sfondo c'è una crisi economico finanziaria, con i mercati che entrano facilmente in fibrillazione. Ciononostante, negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari, rendendo ancor più urgente l'aggiornamento delle regole. Infatti, i segnali di vulnerabilità di coloro che investono non passano inosservati e non lasciano indifferente chi ha il compito di rendere l'operare in questa realtà in un *so-stare* (nel senso di saper stare) tutelato. L'obiettivo primario del legislatore comunitario rispetto al funzionamento dei mercati finanziari è stato sicuramente quello di valutare le criticità, prima tra tutte la mancanza di un quadro giuridico comunitario volto a disciplinare tutte le attività destinate agli investitori, sapendo cogliere quel che non funziona e, da questo punto di partenza, ne ha fatto uscire qualcosa di migliore. Il legislatore ha affiancato gli investitori con una normativa precisa e puntuale, caratterizzata non solo da regole in quanto tali, ma anche da professionisti e dalle loro competenze. Il loro ruolo è peculiarissimo e interessantissimo dal momento che l'informazione con cui gli investitori si devono rapportare è corposa e complessa. Questa tesi vorrà mettere in risalto alcuni tratti della normativa MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive 2014/65/EU), scoprendo l'importanza della figura del consulente nell'accompagnare le scelte del cliente, Prima vuole descrivere il contesto economico-finanziario e normativo in cui si trovano gli investitori, chiarendone le diverse caratteristiche. Si metterà quindi in luce come i nuovi requisiti in termini di flussi informativi che devono essere trasmessi alla clientela possano persino arrivare a generare un affaticamento cognitivo (*overload*) che rischia di andare a detrimento degli obiettivi della normativa stessa. Un altro capitolo verrà quindi dedicato a comprendere come funziona l'*overload* informativo e quali sono i processi che le persone attuano quando devono capire le informazioni necessarie per prendere decisioni. Infine, proprio perché le decisioni finanziarie sono radicalmente inserite in un contesto rischioso, il terzo capitolo illustrerà la letteratura relativa a *overload* e rischio. L'informazione però, come ogni testo, è un'opera incompiuta: ha bisogno dell'altro per funzionare. È un incontro tra autore (il legislatore) e il lettore

(l'investitore), ma l'interpretazione in questo caso chiede l'entrata in scena di una terza persona: il consulente, che fa di quell'informazione qualcosa di utile per l'investitore, qualcosa di adatto alle sue esigenze e possibilità.

La tesi è organizzata come segue. Nel primo capitolo sarà considerato il contesto economico e finanziario in cui si contestualizzano le decisioni di investimento e la consulenza, sottolineando come i problemi aperti dalla lunga crisi dell'ultimo decennio abbiano portato a concepire la nuova normativa, analizzando i cambiamenti che quest'ultima ha portato in merito alla trasparenza dell'informazione a tutela dell'investitore e il ruolo del consulente finanziario.

Nel secondo capitolo sarà svolta un'analisi della letteratura incentrata sullo studio del fenomeno del sovraccarico cognitivo, dell'impatto di quest'ultimo sulla propensione al rischio e poi su come entrambi si declinino nelle scelte finanziarie. Nello specifico analizzeremo come il consulente possa giocare un ruolo attivo nel ridurre il sovraccarico e indirettamente impattare anche sulla propensione al rischio del cliente.

Nel terzo capitolo verrà presentata un'analisi sperimentale che è stata realizzata per esplorare se quanto evidenziato dalla letteratura potesse trovare riscontro in un ambiente simulato. L'idea è quella di valutare se una persona, sottoposta ad overload cognitivo, evidenzia dei cambiamenti sulla propria propensione al rischio e se una eventuale *trusted source*¹ possa ridurre tali effetti. Per affrontare questo tema di ricerca, si ricorrerà all'uso di un questionario somministrato online, che prevede anche la presenza di una *trusted source* simulata.

Il quarto capitolo illustrerà i risultati della ricerca, i punti critici e i problemi rimasti aperti ma anche i punti forti che abbiamo trovato interessanti.

Questa tesi, quindi, si pone un obiettivo ambizioso, ma allo stesso tempo affascinante, essendo essa collocata in un uno spazio dove la ricerca e lo studio possono trovare ancora un ampio margine di approfondimento.

¹ Letteralmente, " *trusted source*" corrisponderebbe a fonte affidabile. Rappresenta il soggetto con cui l'investitore si confronta

Capitolo 1. I mercati finanziari dell'Unione Europea: la regolamentazione

La direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, conosciuta anche come MiFID I, ha disciplinato dal 31 gennaio 2007 al 2 gennaio 2018 i mercati finanziari dell'Unione Europea. Costituiva un passo avanti significativo verso il raggiungimento dell'obiettivo di un mercato finanziario aperto, competitivo e integrato, nel quale la trasparenza² e la tutela dell'investitore andavano ad assumere un ruolo da protagonisti nello scenario economico. Come si legge nei "considerando" che precedono la parte dispositiva della normativa, la necessità di rinnovare l'apparato giuridico a supporto del mercato era dovuta principalmente alla necessità di assicurare un livello adeguato di protezione ad aumentati volumi di investitori³ rispetto anche alla complessità dei prodotti e servizi loro offerta. Nello specifico, il considerando n. 3 sancisce che l'attività di consulenza deve essere svolta previa autorizzazione e inclusa tra i servizi di investimento⁴.

Pochi anni dopo la crisi finanziaria globale del 2008/2009 metteva in luce i limiti di questa riforma, dimostrando come l'obiettivo sopra citato di mercato integrato e competitivo fosse assai difficile da raggiungere proprio per la crescente complessità dello stesso e, conseguentemente, ha reso evidente la necessità di norme che lo regolassero in modo ancora più puntuale.

In questo capitolo verrà trattato, da un punto di vista normativo, l'evoluzione del sistema finanziario dal periodo pre-crisi del 2008 fino al contesto attuale.

² In generale, il termine trasparenza o *disclosure* indica una politica di corretta e completa comunicazione a favore di tutti gli stakeholder. Nella previdenza complementare, l'Articolo 6, comma 14 del Decreto 252/2005 - noto come "Riforma Maroni" - ha introdotto l'obbligo a carico della previdenza complementare di chiarire «nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio, siano stati presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali». Fonte: glossario Borsa Italiana

³ Nel secondo considerando della Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 N.2004/39/CE si possono individuare le ragioni per cui si è modificato il quadro normativo, sintetizzate in questa precisazione: "Negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di questi sviluppi, occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione [...]".

⁴Al considerando n. 3 della Direttiva 2004/39/CE, si prevede che «Per via della sempre maggior dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione».

Verrà data particolare attenzione ai nuovi scenari disegnati dalla crisi e alle misure intraprese al fine di costruire un apparato normativo più solido, trasparente ed efficace che dia spazio all'effettiva cura del risparmiatore,

1.1. L'evoluzione normativa prima di MiFID II

Uno studio della CONSOB⁵ (Gasparri, 2017) ripercorre a grandi linee l'evoluzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo europeo a partire dal 2009, descrivendo le azioni intraprese dall'U.E. Innanzitutto sono stati rivisti alcuni comparti della regolamentazione del sistema finanziario, dai requisiti di capitale ai principi contabili, per la loro propensione a creare un sistema di incentivi distorto e che evitava l'assunzione di responsabilità. È stata una priorità dettare standard più limitanti in materia di *governance* delle imprese, soprattutto con attenzione alle politiche di gestione dei rischi. Di pari passo, sono state affrontate le criticità emerse in occasione della crisi finanziaria riformando gli assetti istituzionali della supervisione finanziaria, con la finalità a ottimizzare la gestione di rischi sistemici; ed è così che nel 2009, il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la creazione di un **Comitato europeo per il rischio sistemico** o CERS (*European Systemic Risk Board*) per il monitoraggio della stabilità finanziaria a livello europeo, ridisegnando il sistema delle autorità di vigilanza europee, coinvolte anche nel processo di regolamentazione finanziaria.

Contestualmente, lo stesso Consiglio ha approvato l'istituzione di tre nuove **Autorità europee** (*European supervisory authorities* – ESAs) con poteri di natura prevalentemente regolamentare nonché di alcuni poteri operativi e di intervento diretto in situazioni di emergenza. In particolare, come riassunto nella Tabella 1. riportata di seguito⁶, le Autorità europee includono la tutela negli ambiti che avevano mostrato forti vulnerabilità; tali autorità si adoperano in tre direzioni:

- per la vigilanza del mercato bancario – Autorità bancaria europea (EBA);
- per la sorveglianza del mercato assicurativo – Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA)

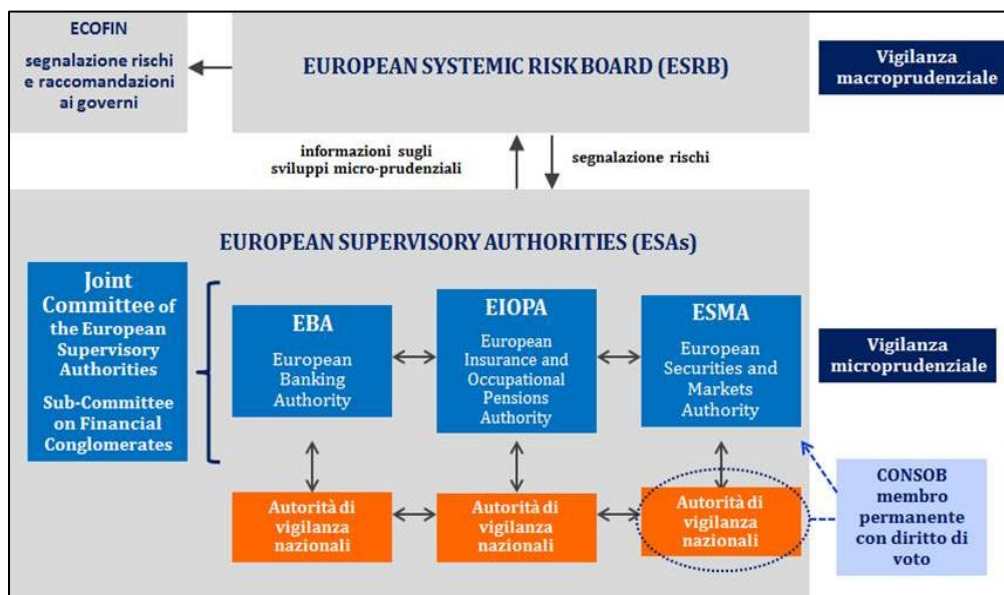
⁵CONSOB. URL: <http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari>. Ultima consultazione: 14 giugno 2019.

⁶ CONSOB. Approfondimenti. Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF). URL: <http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari#evoluzione>. Ultima consultazione: 14 giugno 2019

- per la sorveglianza del mercato dei valori mobiliari – Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

A dicembre 2010 è entrata in vigore la legislazione che stabilisce il **Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)**, che, insieme alle tre autorità europee e alle autorità degli Stati Membri, va a costituire il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), di cui è proposto uno schema esemplificativo in figura 1.1.

Figura 1.1 Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)



Fonte: CONSOB

Per quanto riguarda la protezione degli investitori, il Regolamento (UE) N. 600/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, prevede “misure di vigilanza in merito all’intervento sui prodotti e alle posizioni” (art 39), in cui si prevede la possibilità di l’intervento sui prodotti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti nell’Unione. L’articolo 40 specifica i criteri e i fattori che l’ESMA è tenuta a prendere in esame per accertare “l’esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori[...]” tra essi, si considerano caratteristiche di uno strumento finanziario che devono essere valutate: “il grado di complessità e la relazione con il tipo di cliente a cui è commercializzato e venduto”; “ il grado di innovazione” e “l’effetto leva di uno strumento finanziario” (I. L. P. Europeo, Dell, & Europea, 2014).

Rispetto ai mercati finanziari, lo stesso studio di CONSOB mostra come si è passati dal mercato finanziario unico all’unione del mercato dei capitali. L’instabilità generata dalla

crisi ha portato, infatti, a interventi regolamentari atti a ristabilire la capacità del sistema finanziario di canalizzare il risparmio verso impieghi produttivi. (Gasparri, 2017) . In tale prospettiva, la Commissione europea ha proposto l' **Unione del Mercato dei Capitali** (UMC), descritto nel Piano d'azione del 2015 e nella revisione intermedia del 2017. La maggior parte delle azioni è incentrata sul trasferimento dell'intermediazione finanziaria verso i mercati dei capitali e sull'abbattimento delle barriere che ostacolano gli investimenti transfrontalieri. Esso compare nella pagina web di documentazione parlamentare della Camera dei Deputati tra i temi di discussione in atto nel mese di giugno 2019.

Il piano d'azione⁷ presentato dalla Commissione europea si articola attorno ai seguenti principi fondamentali:

- ampliare le opportunità per gli investitori: l'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe mobilitare capitali in Europa;
- collegare i finanziamenti all'economia reale: l'Unione dei mercati dei capitali è a beneficio di tutti i 28 Stati membri, che possono trarre vantaggio da un migliore convogliamento dei capitali e degli investimenti verso i loro progetti;
- favorire un sistema finanziario più resiliente: accrescere la varietà di fonti di finanziamento e gli investimenti a lungo termine, in modo da rendere cittadini e imprese dell'UE meno vulnerabili agli shock finanziari di quanto lo siano stati durante la crisi;
- promuovere l'integrazione finanziaria: l'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe permettere sia un'ottimizzazione della ripartizione transfrontaliera dei rischi sia maggior liquidità dei mercati, che incrementino l'integrazione finanziaria, diminuiscano i costi e favoriscano l'aumento della competitività europea (Commissione europea, 2015).

In discussione alla Camera dei Deputati⁸, ci sono anche le proposte dell'Unione Europea per la condivisione dei rischi, dove si evince che le due misure principali sulle quali sono in corso i negoziati sono il "meccanismo di *backstop* (garanzia) comune per il Fondo di

⁷ Commissione europea -Unione dei mercati dei capitali. Bruxelles, le 30 settembre 2015. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5731_it.htm Ultima consultazione: 14 giugno 2019.

⁸ Unione dei mercati dei capitali. Camera dei Deputati. URL: https://temi.camera.it/leg18/temi/tl18_l_unione_bancaria_e_i_mercati_dei_capitali.html. Ultima consultazione: 14 giugno 2019.

risoluzione unico” e il “sistema europeo di assicurazione dei depositi”, a garanzia di una salvaguardia comune dei depositi di denaro in qualunque banca o Paese dell’eurozona.

In merito alla **trasparenza di prodotti ed emittenti**, sempre dagli approfondimenti sulle normative messi a disposizione da CONSOB⁹, si apprende che, negli ultimi anni, il processo normativo europeo ha attraversato una grande evoluzione che si è concretizzata in importanti sviluppi anche per quanto riguarda la tutela degli investitori attraverso un aumento degli obblighi inerenti la trasparenza informativa. Quest'ultima è da intendersi come il primo controllo utile a **ridurre le asimmetrie informative** tra emittenti di strumenti finanziari e investitori. In un contesto di libera concorrenza nel mercato unico europeo, inoltre, è importante assicurare che le informazioni rese tramite prospetto siano sintetiche e allo stesso tempo sufficientemente analitiche. Hanno adottato questi criteri le recenti direttive europee, tra le quali quella sui prospetti informativi e fondi comuni di investimento (di cui, rispettivamente, al Regolamento 486/2012 e al Regolamento 583/2010) che ha comportato una forte **armonizzazione sul piano legislativo dei sistemi di vigilanza**. In questo apparato regolamentare si inserisce anche il Regolamento UE 1286/2014 sui documenti informativi per i prodotti finanziari preassemblati e i prodotti assicurativi di investimento (PRIIPs). Tale regolamento introduce, con riferimento a un'ampia gamma di prodotti, l'obbligo di redigere un Documento informativo (*Key Information Document*) in forma chiara e sintetica (massimo 3 pagine di foglio A4) per agevolare l'investitore *retail* nella comprensione e nella comparazione delle caratteristiche chiave dei prodotti d'investimento.

Sempre in materia di emittenti, nel mese di novembre 2013, è entrata in vigore la Direttiva 2013/50/UE, che modifica la “Direttiva *Transparency*” con lo scopo di sviluppare una maggiore **armonizzazione degli obblighi di trasparenza** sulle partecipazioni rilevanti e di estenderne l'ambito applicativo a «tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne».

L'anno successivo viene proposta la **nuova direttiva MiFID II- *Markets in financial instruments directive*** (2014/65/EU) volta a migliorare la tutela degli investitori grazie all'introduzione di obblighi di trasparenza.

⁹ CONSOB. Approfondimenti. Evoluzione quadro normativo europeo. URL: <http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari#evoluzione>. Ultima consultazione: 14 giugno 2019.

Se sin qui abbiamo visto una forte attenzione a tutela dell'investitore andando a vedere che cosa è stato previsto dalle normative nella direzione di armonizzare i sistemi di vigilanza e gli obblighi di trasparenza, un fronte che rimane aperto alla ricerca riguarda la formazione delle competenze finanziarie. In tema di alfabetizzazione finanziaria, un interessante contributo di Di Cagno e Panaccione (2017) focalizza l'aspetto delle decisioni di investimento attraverso l'analisi delle evidenze sperimentali sul ruolo delle conoscenze finanziarie. Nell'articolo si mettono a confronto più studi sull'argomento ed emergono posizioni unanimi nel merito della questione: Mitchell e van Rooij et al. (2011) ci dicono che le persone più alfabetizzate tendono in misura maggiore a servirsi di fonti di informazione formali (giornali, consulenti finanziari e la rete internet); lo studio successivo di Collins (2012), arriva alla conclusione che le persone con un grado di alfabetizzazione finanziaria maggiore sono più disposte a ricercare consulenza rispetto ai risparmiatori meno competenti (N Linciano & Soccorso, 2017, pp. 29-30).

Questo ci fa dedurre che maggiore è il livello di alfabetizzazione e maggiori sono i benefici della consulenza, dato che tale preparazione permette all'investitore di comprendere, valutare criticamente e ottimizzare i consigli del consulente e dunque investire nel mercato finanziario con maggior consapevolezza. Altro aspetto importante è legato alla personalità dell'investitore, una variabile che impatta in modo significativo sulle decisioni in ambito finanziario. Secondo Cruciani (2017), la nuova regolamentazione finanziaria dettata dalla MiFiD II sta andando anche nella direzione che considera gli studi accademici sulla personalità degli investitori declinati nella realtà, per cui il consulente finanziario deve essere consapevole che comprendere i propri clienti sia determinante nell'esercizio della loro professione. (N Linciano & Soccorso, 2017, cit. p. 76).

Ma prima di approfondire questi aspetti normativi e di ricerca, occorre ripercorrere gli scenari creati dalla lunga crisi finanziaria di questo ultimo decennio.

1.2. La crisi finanziaria del 2008: cause, diffusione e conseguenze

Perché le banche italiane sono in crisi? I miei risparmi sono al sicuro? Come faccio a capire se la mia banca è affidabile? Come posso tutelarmi dai rischi che questa crisi comporta? Queste le domande con cui Franceschi e Pavesi, nel 2017, aprivano un loro

articolo sul Sole 24 ore dal titolo “La crisi delle banche italiane spiegata (con parole semplici) a un profano”¹⁰ mettendosi dalla parte dei tanti tra correntisti e risparmiatori disorientati dalla lunga onda di crisi e dall’incertezza di veder garantito il diritto alla chiarezza e alla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. A queste e altre domande molti esperti di economia e finanza hanno cercato di dare risposte.

Nell’articolo di approfondimento di Consob sulla Crisi finanziaria 2007-2009, si legge che la crisi finanziaria dei mutui *subprime*¹¹ (prestiti o mutui erogati a clienti definiti “ad alto rischio”) iniziò negli Stati Uniti nel 2006 e le motivazioni sono rintracciabili quando, nel 2003, iniziò ad aumentare in modo rilevante l'erogazione di mutui ad alto rischio, ovvero «a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie. I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui *subprime* sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni¹²» .

Sempre secondo Consob, a partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle case crebbero in modo costante e significativo, provocando la cosiddetta “bolla immobiliare”. Tale processo veniva incoraggiato «dalla politica monetaria accomodante della *Federal Reserve* (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della bolla internet e all'attacco

¹⁰ Fonte: Il Sole 24 ore 10 aprile 2017. URL: http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-04-06/la-crisi-banche-italiane-spiegata-con-parole-semplici-un-profano-171001.shtml?uuid=AEKupq0&refresh_ce=1

Ultima consultazione: 19 luglio 2018.

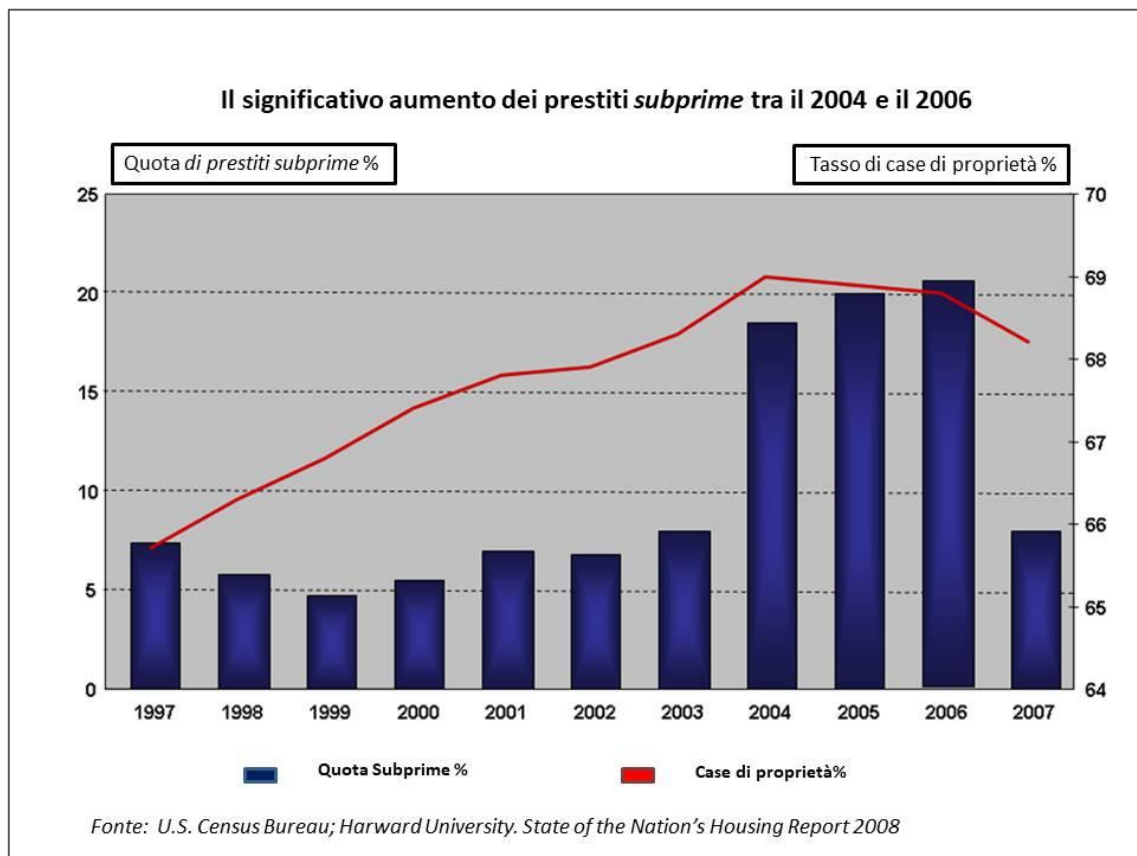
¹¹ «Sono chiamati prestiti *subprime* perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (prime) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili. Per definire un mutuo come *subprime* il sistema americano si basa su un punteggio di credito che classifica tutti i debitori in una scala compresa tra 300 e 850 punti. Negli Stati Uniti tutti coloro che hanno un punteggio di credito inferiore a 620 sono definiti dei debitori *subprime*. La storia creditizia di coloro che contraggono un prestito *subprime* presenta in genere delle peculiarità tipiche come due o più pagamenti effettuati oltre 30 giorni dopo la scadenza nell’anno precedente la richiesta del prestito, l’insolvenza di un mutuo negli ultimi due anni o la dichiarazione di bancarotta negli ultimi cinque» (Borsa Italiana, 2007. Ultima consultazione: 28 luglio 2018).

¹² CARTOLARIZZAZIONE. Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui *subprime* è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per *gli* istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli ‘trasformati’ in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette ‘società veicolo’) e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo). La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l’incentivo a valutare correttamente l’affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l’acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l’offerta agli investitori di titoli a breve termine (CONSOB. URL: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Ultima consultazione: 21 luglio 2018.

dell'11 settembre 2001». I bassi tassi di interesse influenzarono la politica monetaria, per cui ci fu un basso costo del denaro per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari (tabella), e, spiega la Commissione, «finirono pertanto con lo stimolare la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione» (Consob, 2009).

Il grafico seguente mostra l'andamento della domanda di prestiti negli anni si poco antecedenti la crisi (figura 1.2)

Figura 1.2 US. Il significativo aumento dei prestiti *subprime* tra il 2004 e il 2006



Fonte: Di Farcaster di Wikipedia in inglese, CC BY-SA 3.0,

<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=11778097>. Ultima consultazione: 19 luglio 2018.

Bruni, parlando di cultura e regole contro la crisi, affronta il dilemma se la crisi dei *subprime* abbia «interrotto un meccanismo finanziario deviato ma dotato di valore economico e sociale» oppure abbia «solo fermato un grande imbroglio» (Bruni, in Shiller, 2008, pp. 121-123). E per spiegare la questione, lo studioso ripercorre, a grandi linee, i meccanismi economico-finanziari nel tempo. Egli parte dagli economisti

fisiocratici del Settecento¹³, spiegando che essi attribuivano all' agricoltura un ruolo preminente e trainante nella creazione di valore. Artigianato, industria nascente e commercio fiorente dell'epoca «apparivano solo come trasformazioni e spostamenti di ricchezza già esistente» e dunque “sterili” rispetto alla “schietta” produttività dell'agricoltura. «Si aggiungeva la difficoltà concettuale di misurare aumento di valore derivante dal manipolare beni che materialmente già esistono».

Guardando poi alla contabilità nazionale dei Paesi comunisti, la fisicità delle merci aveva un significato politico: la produzione di nuova ricchezza escludeva i servizi, essendo la merce ritenuta una fonte più concreta di reddito e di sviluppo. Posizione antitetica all'oggi, in cui si considerano “più industrializzati” i paesi in cui il prodotto nazionale per oltre tre quarti non viene dall'industria, ma è costituito dai servizi e, di tutti i servizi, quelli finanziari sembrano i più difficili da “digerire” – nel senso di farsi una ragione che essi abbiano il potere di alimentare la crescita, considerate le loro caratteristiche: astratti, intangibili, virtuali. Come esemplifica Bruni, «[...] che un milione di euro di consulenza strategica entri nel PIL come un milione di euro di tondino di ferro», è un'idea ostica da far passare. A ciò si aggiungono, secondo lo studioso, i pregiudizi e sospetti diffusi tra le persone per quanto concerne il valore prodotto dalle banche e dalle altre imprese finanziarie. Il problema della diffidenza verso questi organismi, infatti, si accentua con l'innovazione finanziaria, che supera l'attività di depositi e prestiti – facilmente comprensibile – e sviluppa il «cosiddetto modello *originate and distribute*, dove il servizio consiste nel trovare chi è disponibile a sopportare i rischi di prestiti che esse valutano, originano, ma poi ricollocano sul mercato» (Bruni, in Shiller, 2008, p. 122). In tal modo viene ridotta l'importanza dell'intermediazione del denaro rispetto a quella della gestione, della trasformazione e della commercializzazione dei rischi: proprio nella manipolazione dei rischi, l'innovazione sviluppa una serie di strumenti contrattuali, i “derivati”, particolarmente complessi che, più che assicurare una copertura dai rischi, tendono a moltiplicarli pericolosamente. Bruni definisce lo scenario che si viene a costituire una sorta di “geroglifico finanziario”, che tiene in scacco le

¹³ A metà del 1700, in Francia, nacque un movimento di pensiero molto critico rispetto alle funzioni della classe mercantile e delle sue possibilità di assicurare il benessere delle nazioni. Vennero chiamati fisiocratici, perché propugnatori del dominio della natura. Il maggiore fra i suoi rappresentanti fu Francesco Quesnay, medico ed economista (Méré, Seine-et-Oise, 1694 - Versailles 1774). http://www.treccani.it/enciclopedia/fisiocratici_%28Enciclopedia-Italiana%29/

imprese non finanziarie in quanto riduce, al posto di aumentare, l'efficienza e la produttività dell'economia reale; una situazione che viene percepita come un imbroglio, tanto che si attribuisce a tale sistema la causa della recente crisi finanziaria, che invece, secondo l'economista, è l'effetto di meccanismo più complesso; meccanismo che inizia con un'erogazione sempre più abbondante di prestiti a individui in condizioni economiche sempre più precarie, garantiti da ipoteca sull'abitazione e spesso richiesti per spese di consumo varie. Egli spiega come la spinta del prestito ipotecario sia concausa del rigonfiamento della bolla dei prezzi delle case, essendo i prestiti di importo sempre più alto rispetto alla garanzia immobiliare. Il debitore, attratto da una iniziale onerosità contenuta, si trova presto a dover subire bruschi scatti degli interessi e delle rate. Viene così a crearsi una situazione crescente di rischio che verrà gestita con un massiccio ricorso alla cartolarizzazione, ricollocando i prestiti in «entità formalmente autonome rispetto alle banche che li originano», che, per acquisirli, emettono titoli e obbligazioni da immettere nel mercato. Di nuovo in attivo, le banche possono emettere nuovi prestiti, mentre 'i titoli obbligazionari vengono "strutturati in modo da rientrare in diverse fasce di rischiosità» (Bruni, in Shiller, 2008, p.123).

1.2.1. Caratteristiche fondamentali della crisi

Vitale asserisce che le crisi finanziarie si assomigliano tutte e riporta una descrizione sul meccanismo fondamentale che ne sta alla base:

«L'insidia bancaria ha sempre seguito la stessa strada: un'abbondanza qualsiasi viene adoperata per creare un ottimismo. L'ottimismo viene esagerato, di solido con l'aiuto della propaganda. Le vendite aumentano. I prezzi delle terre e delle azioni salgono oltre le possibilità della rendita materiale. Le banche che hanno favorito prestiti esagerati per manovrare il rialzo, restringono, richiamano i loro prestiti, il panico sopravviene» (Pound, 1944, cit in Vitale.2010, p. 31).

Ora, se all'espressione "i prezzi delle terre" sostituiamo l'espressione "i prezzi degli immobili", ci troveremmo concordi nell'affermare che si sta parlando della bolla finanziaria che ha prodotto la grande crisi iniziata nel 2007; ma la descrizione risale al 1944 e raccoglie il pensiero di Ezra Pound, definito da Vitale "un geniale poeta che capiva di economia".

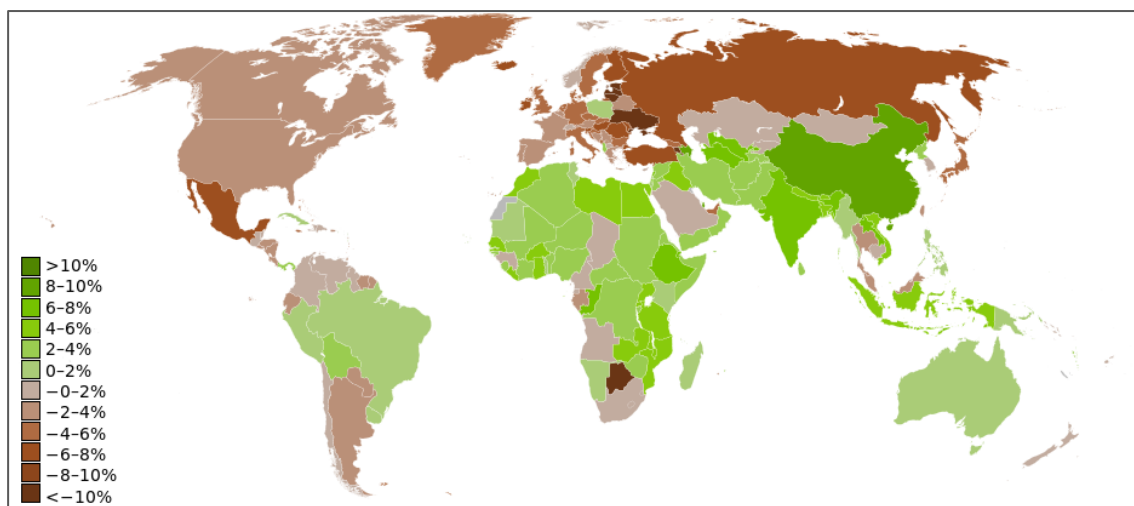
Messi in luce i tratti comuni, le crisi hanno comunque degli aspetti caratterizzanti, e Vitale individua in quella attuale quattro fondamentali caratteristiche: l'essere endogena, globale, di gigantesche proporzioni, fautrice di cambiamento a livello globale.

- **Crisi endogena**, perché interna al sistema, inizialmente interna al sistema delle banche, in cui, secondo l'analisi di Vitale ci fu il cosiddetto "*mismanagement*" bancario, un'epidemia - che colpì dirigenti bancari di grandi gruppi, fenomeno di difficile comprensione sia per le dimensioni in cui si estese sia per il come fosse potuto verificarsi. È in primo luogo quindi il fallimento completo di un'intera classe dirigente bancaria e finanziaria. Nello stesso tempo, come documenta la 86^a Relazione annuale 2016¹⁴ della BIS (*Bank for international Settlements*), è una crisi che colpisce l'intero sistema di un Paese poiché le finanze pubbliche e il rischio bancario sono altamente interdipendenti .
- **Crisi globale**, in quanto colpì un'economia che oggi è globale, pur con diversa intensità e differenti effetti da Paese a Paese. In breve tempo, la crisi dei mutui *subprime* si spostò all'economia reale statunitense ed europea, causando una caduta di reddito e occupazione. A questa caduta seguì la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, dei prezzi delle abitazioni e il crollo dei mercati azionari (cosiddetto effetto ricchezza) e il graduale deterioramento delle attese di famiglie e imprese, con conseguenti contraccolpi su consumi e investimenti. Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, portarono a una consistente contrazione del commercio mondiale (Consob, 2016)¹⁵.

¹⁴ BIS. (2016). Towards a financial stability-oriented fiscal policy. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e5.htm> . Ultima consultazione: 25 luglio 2018.

¹⁵ CONSOB, 2016. Le crisi finanziarie. URL: http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie#crisi_2007. Ultima consultazione: 13 giugno 2018.

Figura 1.3 Variazioni del Prodotto interno lordo nella recessione del 2009



Fonte: Wikimedia Commons, the free media repository.

- **Crisi di proporzioni gigantesche per le perdite bancarie a livello mondiale.**

Le perdite bancarie a livello mondiale sono state di una portata ingiustificabile, tanto che i prestiti *subprime* statunitensi secondo l'analisi di Vitale «sono piccola cosa di fronte a queste perdite. [...]». Le perdite da insolvenze di questi ultimi «sono state esaltate e moltiplicate molte volte passando da un intermediario finanziario all'altro, da un investitore all'altro [...]» e in questi passaggi, spiega l'economista, venivano effettuati prelievi a favore di uno o dell'altro intermediario in termini di commissioni, partecipazioni o altro ancora, che nel loro insieme sono divenuti un grande prelievo a favore della classe dei banchieri e dei clienti super ricchi (Vitale.2010, pp. 32-33).

Le proporzioni gigantesche della crisi e il contagio nel settore bancario sono ben descritte anche da CONSOB¹⁶ nell' articolo dedicato alla crisi 2007-2009, periodo in cui «le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui *subprime* registrarono pesanti perdite». Da qui «si susseguirono vari declassamenti del

¹⁶ Consob, l'Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, è la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Come organo di controllo del mercato finanziario italiano, verifica, vigila, si fa garante di trasparenza, efficienza, qualità e certezza nelle modalità di azione:

- a. «verifica la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria;
- b. vigila per prevenire e, ove occorra, sanzionare eventuali comportamenti scorretti; esercita i poteri attribuiti dalla legge affinché siano messe a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli;
- c. opera per garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando la qualità dei prezzi nonché l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi sui mercati regolamentati» (La CONSOB, Area pubblica. URL: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consob>. Ultima consultazione: 21 luglio 2018.

merito di credito (*downgrading*) di titoli cartolarizzati da parte delle agenzie di rating. Tali titoli, ormai ampiamente diffusi sul mercato, persero ogni valore e diventarono illiquidabili, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito linee di liquidità». Il documento continua spiegando che per alcune banche non fu possibile reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste, soprattutto per il fatto che nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito. Si era infatti costituito un clima di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario che portò il mercato interbancario a sperimentare «un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari». Come conseguenza alla crisi di fiducia si sviluppò una crisi di liquidità. «Le banche subirono pesanti perdite non solo per l'esposizione verso le società-veicolo, ma anche per le esposizioni verso oggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, i fondi che avevano investito nei titoli cartolarizzati) [...]» (CONSOB, Archivio approfondimenti¹⁷).

- **Crisi fautrice di cambiamento a livello globale.**

Vitale, nel 2010, si domandava cosa fosse già cambiato dopo la crisi e portava delle evidenze che appaiono oggi come allora condivisibili.

Il primo è che la “la caduta dell’economia di carta” e con questa espressione egli intende «quei valori e consumi non frutto del lavoro, dell’impresa, della produttività della creatività e impegno dell’uomo, del risparmio e degli investimenti, ma [...] i valori apparenti, tutti basati sul debito, privi di un attivo sottostante valido e fecondo, proprio come i derivati fasulli». E paragona questa architettura finanziaria ai palazzi costruiti dai ragazzi con le carte da gioco, cui bastava una piccola scossa per farli crollare. La nota dolente è che si tratta di un’economia di carta che è stata “pensata, voluta, teorizzata costruita da gruppi dirigenti finanziari. Il dato positivo è che non è caduta l’economia, ossia la capacità dell’uomo di «produrre, migliorare, risparmiare per una vita e un futuro migliori; ha solo avuto un salutare rallentamento»; così come, secondo Vitale, non è caduta la finanza, che resta la chiave di volta dello sviluppo, ma è caduto l’abuso

¹⁷CONSOB. Approfondimenti. La crisi finanziaria 2007-2009. <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Ultima consultazione: 21 luglio 2018.

della finanza (Vitale, 2010, p.36). Occorre riconoscere gli errori e ri-orientare lo sguardo.

Il secondo aspetto, collegato al primo, è caduta l'ideologia che sosteneva l'economia di carta e lo dimostra attraverso l'elenco di alcune tesi che sono state confutate dalla realtà; tra queste: deregolamentazione dei mercati come strada verso produttività e benessere per tutti; il *capital gain*¹⁸ come motore del sistema; modello americano di globalizzazione valido per tutti; USA fuori dai meccanismi di interdipendenza economica perché autosufficienti. La visione ideologica dell'economia di carta deve insegnare, secondo Vitale, ad andare oltre pregiudizi e preconcetti per invocare "più diritto, più regole, più principi, più responsabilità diffusa, più rispetto del mercato; occorre altresì «ricostruire economie efficienti ma giuste, severe, ma solidali [...] e avviare una globalizzazione al servizio di tutto l'uomo e di tutti gli uomini [...]» (ibidem, p. 38).

Un altro aspetto riguarda il fenomeno venutosi a creare per l'uso di un indebitamento esagerato e non sostenibile, con lo scollamento tra rendita e valore. Vitale sottolinea come sia «impressionante esaminare, a consuntivo, il livello spericolato del rischio e quindi di indebitamento non sostenibile, assunto dalla maggior parte delle banche internazionali» (Vitale, 2010, p. 40). Gli interventi dei governi, resi necessari dalla situazione che si era venuta a creare, hanno visto corretti interventi da "Lender of Last Resort" a banche solventi¹⁹, ma anche confusi e ansiosi interventi di salvataggio a favore di banche insolventi addirittura attraverso azioni del Tesoro che si pose «non come prestatore ma come prenditore di ultima istanza» (ibidem, p. 41). Per Vitale qui si apre il problema colossale delle «disparità di trattamento tra grandi e piccoli e della

¹⁸ Con il termine **Capital Gain** o guadagno in conto capitale si identifica la differenza, solo nel caso in cui **risulti positiva**, tra il prezzo di vendita/rimborso di uno strumento finanziario (azioni, warrants, obbligazioni convertibili, opzioni, operazioni a premio ecc) e il suo prezzo di acquisto/sottoscrizione. Si ha dunque un capital gain quando si vende l'azione ad un prezzo superiore a quello di acquisto. Tale misura costituisce soltanto una parte del rendimento totale di un investimento poiché non considera l'eventuale percezione di frutti periodici (i dividendi).

Fonte: borsa italiana <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capitalgain.htm>

¹⁹Si dicono *solventi* le banche in buona condizione patrimoniale e reddituale che soffrono per una momentanea crisi di liquidità e per le quali è previsto l'intervento del Tesoro o della Banca Centrale come "prestatore di ultima istanza."

vittoria [...] schiacciante del perverso principio del “*too big to fail*”» (ivi). In sostanza, questa operazione di salvataggio ha portato a un aumento del debito pubblico, che impattando sull’inflazione, mette in apprensione risparmiatori e loro consulenti. Vitale porta l’osservazione del *Financial Times*, che rileva che gli economisti si dividono in due fronti sul tema “debito pubblico”, con tesi opposte sul problema se l’assetto della finanza pubblica sia o meno inflazionista. Secondo Vitale ciò dipende da diverse variabili e, soprattutto, sono inflazioniste le spese che vogliono gli ‘agevolisti’, gli atti di governo che premiano le truffe, l’evasione fiscale, le diverse irresponsabilità che, insieme agli interventi di salvataggio, possono diventare fuori controllo.

1.2.2. La lezione della crisi

A questo punto, c’è da chiedersi che cosa ha insegnato la lunga crisi finanziaria di questi ultimi dieci anni con cadute ed errori anche di reazione soprattutto interrogandosi su chi ha il potere di prevenire che possa ripetersi e con quali strumenti/strategie/azioni .

Secondo Bruni (in Shiller, 2008, pp.149-151) i poteri di chi regola e vigila i mercati finanziari sono per loro natura più invasivi e articolati di quelli di coloro che esercitano la politica monetaria. Ne consegue che le politiche di regolamentazione e vigilanza devono coniugare il sistema dei poteri delle autorità: chi/fa/cosa/come/con quali operatori. All’epoca – parliamo del periodo dei gravi tracolli – andava definito se tali autorità dovessero essere rappresentate dalle banche o dalle società di assicurazioni; ma anche se l’autorità di controllo dell’esposizione al rischio della banca avesse dovuto coincidere con quella che vigilava sulla trasparenza per gli investitori (a garanzia che fossero informati sulle caratteristiche del prodotto finanziario che veniva loro proposto di acquistare). Altro punto critico riguardava le autorità di regolamentazione e vigilanza finanziarie: se esse dovessero essere nazionali o internazionali e quali obblighi di collaborazione dovessero essere stabiliti fra le diverse autorità nazionali e fra autorità di Paesi diversi. Oppure, al contrario, se ci dovesse essere concorrenza tra loro con una certa attività di arbitraggio dei regolati, che in parte avrebbero così potuto scegliere da chi farsi regolare. E, sempre nel 2008, Bruni si interrogava anche in che misura l’autorità potesse delegare i suoi compiti fidandosi dell’autoregolamentazione dei mercati, degli operatori finanziari, delle agenzie di rating, facendo leva sul loro interesse a evitare

errori, scorrettezze e instabilità che avrebbero nuociuto alla loro reputazione e alla qualità della concorrenza che si facevano.

Se allora le risposte a tali questioni, condivise e applicate con coerenza, non c'erano né a livelli nazionali, tanto meno c'erano a livello europeo e globale; anzi, c'era un'oggettiva arretratezza nel fissare in modo concorde dei criteri ottimali di regolamentazione e vigilanza. Oltretutto, le regolamentazioni non erano state sempre applicate in modo rigoroso e tempestivo e la vigilanza prevista sulla loro applicazione era stata spesso carente e poco efficace. In parte si trattava di una conseguenza quasi scontata di una fase di rapida innovazione, nella quale i ritardi di aggiornamento dei controlli si verificavano sia nella vigilanza delle autorità sia nell'organizzazione interna degli operatori finanziari, sebbene essi avessero cercato di usare buona volontà e attenzione. Talvolta, invece, sottolinea Bruni, a sfuggire ai controlli, erano stati comportamenti intenzionali declinati in vere e proprie frodi.

Non si trattava dunque soltanto di evitare ciò che Shiller aveva definito "bolle di euforia", ma di disegnare ed esercitare meglio la regolamentazione e la vigilanza sui mercati. Questo in risposta alla crisi, come prevenzione di lungo periodo al suo ripetersi, come urgenza di uno sforzo che deve continuare a coinvolgere la ricerca, le istituzioni con le autorità di regolamentazione e vigilanza, l'industria finanziaria regolamentata e vigilata, i politici e l'opinione pubblica (Bruni, in Shiller, 2008, p.151) e, aggiungeremmo, i sistemi formativi che devono farsi carico di fornire le competenze attraverso programmi di educazione ed alfabetizzazione finanziaria.

È su tale prospettiva divenuta presto realtà che si elabora una regolamentazione più puntuale della precedente direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE, al fine di tutelare tutti gli attori - chi investe, chi propone il prodotto finanziario e, soprattutto, garantire la trasparenza dei mercati finanziari.

1.3. Una nuova regolamentazione: Market in Financial Instruments

Directive II

Come abbiamo visto a inizio capitolo, la crisi finanziaria ha fatto emergere significative criticità nel funzionamento dei mercati finanziari. Tra le misure attuate e in via di attuazione, ci sono le istituzioni di organismi di vigilanza (le ESAs, ossia le Autorità europee di controllo e il CERS, il Comitato europeo per il rischio sistemico) e piani di

azione per regolamentare i mercati (Unione del Mercato dei Capitali, trasparenza di prodotti ed emittenti); la stessa evoluzione dei mercati con strumenti finanziari sempre più complessi ha reso necessario una regolamentazione più efficace a difesa dei risparmiatori e degli investitori, tramite la stesura di quello che può essere considerato il proseguo di MiFID I, ossia la *Market in Financial Instruments Directive II*.

I numerosi considerando della normativa descrivono le motivazioni che hanno portato ai provvedimenti, da cui emerge la volontà di riconquistare la fiducia degli investitori nei confronti dei mercati e degli operatori finanziari. «L'evoluzione dei mercati finanziari ha [...] evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, [...] al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati a svolgere i loro compiti.». (Ue, Parlamento, & Del, 2014). I destinatari sono quel crescente numero di investitori che opera nei mercati finanziari e si avvale di un'offerta di servizi e strumenti sempre più complessa e, proprio «in considerazione di tali sviluppi, è necessario prevedere una certa armonizzazione affinché gli investitori possano godere di un elevato livello di protezione in tutta l'Unione [...]». (Considerando N. 70) (Ue et al., 2014).

Le carenze erano già state recepite dal sistema normativo: nella consultazione dell'Unione Europea del 2010, troviamo riscontro della volontà di colmarle anche guardando alle azioni di altri Paesi che compongono il G20: la Commissione, prendendo atto degli sviluppi del mercato e traendo insegnamento dall'esperienza maturata nella crisi finanziaria, riconosce che i principali principi organizzativi della MiFID I - un quadro normativo incentrato su azioni e mercati regolamentati - necessitano di aggiornamenti. *European Commission, 2010*)²⁰.

Lo stesso concetto lo possiamo riscontrare anche nel "Parere del Garante europeo della protezione dei dati sulle proposte della Commissione concernenti la direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio". Da una parte si confermano i punti di forza della MiFID I nel raggiungimento dell'integrità, l'efficienza e la trasparenza dei mercati c'è «una maggiore concorrenza tra le sedi in cui avviene la

²⁰ European Commission Directorate General Internal Market and Services. Financial Services Policy And Financial Markets Securities markets. Public Consultation. Review Of The Markets In Financial Instruments Directive. 8/12/2010. URL: ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf. Ultima consultazione: 13 luglio 2018.

negoziiazione degli strumenti finanziari e una maggiore scelta degli investitori in termini di fornitori di servizi o strumenti finanziari disponibili»; si è compiuto un passo avanti grazie ai progressi tecnologici. E, in generale, sono diminuiti i costi di transazione, mentre è aumentata l'integrazione; d'altra parte si ammettono i limiti e la necessità di una revisione. Il Garante europeo fa un elenco delle criticità: il fatto che i benefici derivanti da una maggiore concorrenza non si siano distribuiti uniformemente fra tutti i partecipanti al mercato e non sempre siano stati trasferiti agli investitori finali, l'effetto di obsolescenza di diverse disposizioni contenute nella direttiva MiFID provocato dagli sviluppi di mercato e tecnologici; nonché le carenze di alcuni strumenti, propri della regolamentazione, evidenziate dalla crisi finanziaria. Di qui la considerazione del Garante sulla necessità del riesame della MiFID I a integrazione del processo di riforma volto a realizzare un sistema finanziario più "sicuro, solido, trasparente e responsabile"; questo al fine di migliorare sia il sistema economico sia l'intera società nonché al fine di garantire un mercato finanziario più "integrato", "efficiente" e "competitivo". (Parere del Garante europeo, 2012/C 147/01, obiettivi e ambiti di applicazione n. 6-7). Si desume che l'obiettivo principale di questo aggiornamento sia la costituzione di un sistema finanziario più sicuro, solido e trasparente.

Tale revisione sarà intrapresa attraverso un lungo percorso che porterà all'emanazione, il 3 gennaio 2018, della normativa 2014/65/UE, nota anche come MiFID II. Il tema che fa da sfondo è la trasparenza informativa a tutela del contraente debole. L'intenzionalità si traduce in una serie di azioni: l'aumento della trasparenza nelle negoziazioni, una maggior responsabilizzazione degli intermediari, requisiti di alfabetizzazione finanziaria più approfonditi per gli investitori e un rafforzamento dei poteri dell'autorità di vigilanza. Meno corposi ma altrettanto rilevanti sono gli argomenti più specifici della norma, come la regolamentazione della negoziazione di prodotti derivati nei mercati OTC, la negoziazione algoritmica ad alta frequenza definita "*high frequency trading*"²¹ e le *dark pools*²² (letteralmente "piscine oscure"), ossia una borsa elettronica spesso

²¹ L' *high frequency trading* è infatti una modalità operativa originata dal progresso tecnologico, che si basa sull'impiego di algoritmi che permettono di acquisire, elaborare e rispondere con prontezza alle informazioni di mercato. Il dibattito accademico ha evidenziato, pur senza giungere a conclusioni univoche, la possibilità che «la crescente diffusione dell'*high frequency trading* amplifichi l'impatto sistemico di shock e influisca negativamente sull'integrità e sulla qualità del mercato (efficienza informativa dei prezzi, volatilità e liquidità)» (Caivano et al., 2012).

²² Un articolo del Sole 24 Ore (10 febbraio 2016) sul ruolo della cosiddetta "finanza ombra" sul crollo delle Banche, riporta una ricerca effettuata da Bloomberg Intelligence, basata sui dati della FINRA e condotta nel mese di gennaio 2016, in cui è emerso che quasi tutte le grandi banche internazionali si avvalgono di

alternativa a quella regolamentata, che consente ai grandi investitori di operare in modo anonimo, senza rendere pubblici né i prezzi né i quantitativi delle azioni scambiate (Pezzuto, Razzante, 2018, p. 4) – loro grande vantaggio, rispetto alle Borse, deriva dall'azione di minimizzare i costi della negoziazione e lo stesso impatto sul mercato. L'aumento di tali pratiche e il conseguente mutamento degli scenari – ad alta velocità in cui gli operatori prendono parte alle negoziazioni, oppure le transazioni in zone d'ombra – comporta «potenziali effetti in termini di perdita di fiducia degli investitori nell'equità complessiva del mercato stesso» (Caivano et al., 2012). Su tale varietà di circostanze la direttiva MiFID II impone agli HFTr (oltre che ai gestori delle piattaforme di negoziazione) l'obbligo di organizzare adeguati sistemi di controllo interni. «Gli HFT e i trader che utilizzano algoritmi, inoltre, sono soggetti a numerosi obblighi informativi, in modo da consentire alle autorità di monitorare meglio il fenomeno» (CONSOB, 2016)²³.

Un tema di rilievo fra quelli trattati dalla normativa è quello della **consulenza**, proprio per l'incremento che si è verificato sul mercato di questa attività. Il testo di legge afferma che a causa della crescente complessità dei prodotti offerti nel mercato, è stato necessario «rafforzare le norme di comportamento da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori» (Ue et al., 2014)(considerando n. 70). In sostanza la MiFID II chiama la consulenza e i consulenti a fare un salto culturale, focalizzando l'attenzione sulla preparazione di chi consiglia i clienti nell'impiego dei propri risparmi; all'art. 25 comma 1, la direttiva stabilisce che «gli Stati membri prescrivono alle imprese d'investimento di garantire e dimostrare alle autorità competenti che chi fa consulenza presso di esse sia in possesso delle conoscenze e competenze necessarie». Una maggior considerazione che, presumibilmente, ha portato le banche a impostare attività di tutoraggio e supervisione a favore tanto dei consulenti quanto degli investitori. Operativamente, questo concetto di trasparenza nell'attività di consulenza si concretizza in diversi aspetti, di cui tre sono i più importanti.

tali "piscine oscure": Ubs (14,4% del totale), Credit Suisse (13,6%), IEX (10,7%, l'unico non essere un grande istituto di credito), Deutsche Bank (7,6%), Morgan Stanley (7,2%), Jp Morgan Chase (4,9%), Merrill Lynch (4,8%) e Barclays (3,9%).

Altro dato significativo – e poco rassicurante in termini di trasparenza – che si legge nello stesso articolo, è che il peso delle Dark Pools cresce di anno in anno (Marro, 2016). URL: <https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-02-09/quanto-c-entra-finanza-ombra-dark-pool-il-crollo-borse-145235.shtml?uuiid=ACHnDjQC>. Ultima consultazione, 13 giugno 2019.

²³Consob, 2016. Regolamentazione dei mercati finanziari. URL: <http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari#evoluzione>. Ultima consultazione: 13 giugno 2019.

Il primo aspetto è quello degli **incentivi**; essi sono disciplinati dalla MiFID II con il fine di eliminare eventuali conflitti di interesse che possono venire a crearsi tra consulente e produttore. La normativa fa specifico riferimento al caso in cui gli intermediari ricevano delle commissioni dalle case prodotte in seguito al collocamento dei propri fondi, che può far sì che l'intermediario sia spinto a vendere uno specifico prodotto, mettendo in secondo piano gli interessi del cliente. Per sopperire a questo problema MiFID II disciplina per la prima volta i due tipi di consulenza: dipendente e indipendente.

Nel documento si specificano gli obblighi da adottare per chi volesse offrire **consulenza di tipo indipendente**. La MiFID II prevede che il cliente prima sia informato del tipo di consulenza offerta, e in caso di consulenza indipendente, la normativa obbliga il consulente a fornire un'ampia gamma di prodotti garantendo anche una certa varietà di produttori²⁴. Inoltre, il consulente indipendente non può ricevere commissioni o benefici dai vari produttori, ad eccezione dei benefici non monetari, i quali però devono migliorare la qualità del servizio offerto. Questo implica che il consulente indipendente viene pagato esclusivamente a parcella dal cliente. La trasparenza della comunicazione dovrà infine riguardare tutte le fasi del rapporto. Diverso è il caso della **consulenza di tipo dipendente**, dove viene data la possibilità di trattenere degli incentivi dalle attività del cliente, ma allo stesso tempo: dovranno essere esposti tutti i costi al cliente, senza nasconderli in voci aggregate, come accadeva solitamente con la precedente normativa; potranno essere percepite le retrocessioni purché accresca la qualità del servizio offerto e si agisca sempre nel miglior interesse del cliente, offrendogli una molteplicità di prodotti che possa soddisfare tutte le esigenze.

²⁴Varietà di prodotti e produttori: *An investment firm informing a client that investment advice is provided on an independent basis shall define and implement a selection process to assess and compare a sufficient range of financial instruments available on the market. The selection process should include all of the following elements:*

i. a diversified selection of financial instruments by type, issuer, or product provider, which is not limited to financial instruments issued or provided by the investment firm itself or by entities having close links or other relevant close legal or economic relationship with the investment firm should be considered;
ii. the number and variety of financial instruments considered should be proportionate to the scope of advice services offered by the independent investment adviser;
iii. the number and variety of financial instruments considered is adequately representative of financial instruments available on the market;
iv. the quantity of financial instruments issued by the investment firm itself or by entities closely linked to the investment firm itself is proportionate to the total amount of financial instruments considered; and
v. the criteria for comparing the various financial instruments should include all relevant aspects such as risks, costs and complexity as well as the characteristics of the investment firm's clients, and should ensure that neither the selection of the instruments that may be recommended nor the recommendations that are made to client are biased" (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 147).

Per diverse banche, soprattutto tra quelle più rilevanti, l'idea di proseguire con i modelli di consulenza fino ad oggi adottati, quindi su base dipendente, è la più probabile soprattutto perché cambiarli vorrebbe dire stravolgerli e sostenere costi elevatissimi per farlo. Riportando piccoli estratti di interviste tenutesi all'evento "Consulentia 2017" Paolo Molesini, amministratore delegato di Fideuram Intesa San Paolo Private Banking del 15 febbraio 2017, nonché altri esponenti di grossi istituti finanziari, si schierano in maniera non univoca a favore o contro dell'adozione di un sistema di consulenza indipendente. Citando proprio Molesini: "MiFID II non è altro che la prosecuzione di MiFID I e siamo già a buon punto del recepimento col nostro modello di consulenza. Noi seguiremo il modello della non indipendenza perché offriamo comunque una gamma prodotti completa (oltre 5000 fondi), mancanza di conflitto di interessi tra clienti e operatori, adeguati strumenti in aiuto del consulente e meccanismi di valutazione da parte del cliente". Egli quindi afferma che i requisiti richiesti da MiFID II per tutelare l'investitore nelle proprie scelte di investimento, sono già rispettati. Intesa San Paolo non è l'unica istituzione finanziaria ad essere restia ad applicare il modello di consulenza su base indipendente; si legge nelle pagine successive anche un estratto dell'intervista ad Armando Escalona, amministratore delegato di Finanza&Futuro Banca: "Punteremo alla consulenza dipendente, forti del fatto che il nostro modello di consulenza è già ora più trasparente di quello delle banche e con costi minori. Non sarà possibile creare un canale di consulenza indipendente perché creeremmo di fatto due strutture separate con raddoppio dei costi aziendali". Anche in questo caso Escalona afferma che i requisiti di trasparenza vengono già rispettati ma, soprattutto, che inserire la consulenza su base indipendente tra le offerte addirittura raddoppierebbe i costi attuali. Di parere opposto, invece, Ferdinando Rebecchi, responsabile Life Banker BNL Gruppo BNP Paribas Sviluppo e Consulenza Finanziaria il quale sostiene di poter garantire entrambe le tipologie di consulenza, senza aumentare significativamente i costi per lo sviluppo della rete indipendente: "Non riesco ad essere preoccupato della MiFID II: l'industria del risparmio gestito ha gestito la crisi come il mondo della banche non ha saputo fare. Siamo tutti in regime di consulenza non indipendente, ma vorremmo cavalcare entrambe le opzioni e dar vita a un comparto di consulenza indipendente".

Possiamo quindi affermare che non vi sia un parere univoco su quale delle due forme di consulenza sia migliore per le banche e per i clienti, ma piuttosto risalta il fatto che la

qualità della consulenza venga a dipendere da fattori che prescindono dai modelli stessi di dipendenza e non. Tra questi fattori, l'alfabetizzazione finanziaria e statistica e la tipologia dei prodotti finanziari.

- a. **l'alfabetizzazione finanziaria e statistica del cliente**²⁵ gli permette di essere consapevole dei costi che sostiene. Di recente la CONSOB ha pubblicato uno studio dal quale risulta che «più del 35% degli intervistati non è in grado di valutare la rischiosità. La quasi totalità degli italiani investe senza avere un orizzonte temporale di riferimento, senza prevedere obiettivi e senza conoscere il livello di rischio che è in grado di sopportare. L'affidamento esclusivo a consulenti finanziari prescinde dalla modalità di remunerazione in quanto circa il 45% degli intervistati non sa quantificare il costo associato alla consulenza prestata e addirittura il 37% pensa che la consulenza sia a titolo gratuito» (CONSOB, 2017). Per sopperire a questo problema, la normativa ha previsto che tutti i costi vengano espressi in termini assoluti e non percentuali, questo perché si ritiene che l'espressione in termini percentuali possa 'ingannare' il cliente, ossia far sì che non si renda conto di quanto i costi possano essere alti e incisivi.
- b. La **tipologia di prodotti** offerti dalla banca: essi devono essere sufficientemente diversificati così da poter risultare adatti a una vasta gamma di clienti. La normativa tratta nello specifico questo aspetto, tramite il principio di adeguatezza. Essa ha previsto esplicitamente che sia vigilata la tipologia di prodotti immessi sul mercato. I produttori sono tenuti a valutare la struttura del prodotto, individuare il mercato più adatto per il collocamento e delineare ex ante un target market positivo e uno negativo (*product governance*)²⁶. Tramite le informazioni raccolte

²⁵ ALFABETIZZAZIONE STATISTICA. Autori come Laborde (1990) e Gal (1999) hanno evidenziato che il comprendere e l'interpretare informazioni matematiche o statistiche richiede diversi livelli di alfabetizzazione. Per esempio, i lettori devono essere consapevoli che il lessico statistico o matematico usato dai media o nei documenti (per esempio, rappresentativo, percentuale, media, affidabile) può assumere un'accezione diversa da quello colloquiale o quotidiano. Kirsch e Mosenthal (1990) affermano che i documenti tendono ad essere la forma predominante di alfabetizzazione in contesti non scolastici e costituiscono una importante fonte di informazione per assumere decisioni o delegare. La capacità di comprensione di un documento richiede che le persone identifichino, interpretino e utilizzino informazioni fornite in elenchi, tabelle, indici, modelli, diagrammi e grafici. Le informazioni così presentate includono esplicite informazioni quantitative, come numeri o percentuali, in aggiunta a informazioni quantitative o statistiche fornite da grafici e diagrammi che l'individuo deve comprendere e cioè saper vedere anche un significato, non solo cifre.

²⁶ PROCESSO DI VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA. Si articola nelle seguenti fasi:

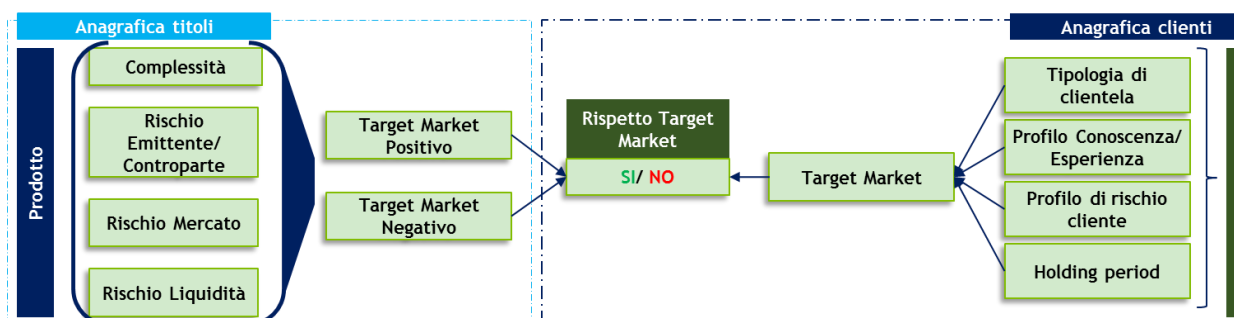
- a. Raccolta/aggiornamento delle informazioni relative alla caratteristiche del Cliente (Questionario di profilatura);
- b. Classificazione degli strumenti finanziari;

dai questionari MIFID, vengono individuati dei target market per ciascun prodotto finanziario. Questi target market raccolgono gruppi di clientela il più possibile omogenea per propensione al rischio, disponibilità finanziarie, esperienza e obiettivi di investimento. Una volta costruiti i target market, verranno assegnati a ciascuno di essi i prodotti finanziari più adatti, tenendo conto di fattori di rischio come la complessità del prodotto, la liquidità, il rischio di mercato e il rischio dell'emittente.

La normativa è chiara sui prodotti offerti all'investitore, che devono essere «[...] concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti »; raccomanda inoltre che «la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target». L'attenzione va infine al saper adottare «misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target».

Di seguito uno schema del processo che unisce il prodotto e il *target market* (figura 1.4)

Figura 1. 4 Creare circoli virtuosi: saper valutare per fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.



Fonte: elaborazione propria

La conoscenza e la capacità di valutare sono prerequisiti indispensabili per chi offre consulenza. La Direttiva prevede che l'impresa di investimento debba conoscere gli

c. Verifica di adeguatezza di portafoglio delle operazioni finanziarie raccomandate. (Callegaro F., Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID, in Riv. dir. banc., dirittobancario.it, 11, 2013).

«Il processo di approvazione del prodotto precisa per ciascuno strumento finanziario il determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale target siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il target stesso.» (Direttiva 2014/65/UE art. 16 comma 3)

strumenti finanziari offerti o raccomandati, debba valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo in considerazione il mercato di riferimento di clienti finali²⁷; che debba inoltre assicurarsi che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

A quei clienti che rientrano nel target market negativo la norma vieta la distribuzione dei prodotti; per i clienti che costituiscono il target market positivo la norma concede la distribuzione del prodotto, ma richiede anche che i prodotti finanziari non siano solo valutati singolarmente, ma siano inseriti in una logica di portafoglio. Questo principio viene chiamato "**product governance**"²⁸ ed è il punto cardine della disciplina sulla consulenza.

Una volta che i prodotti sono immessi nel mercato, per valutare l'adeguatezza dell'investimento sono previsti due criteri: la **tolleranza al rischio del cliente** e la sua **capacità di sostenere le perdite**²⁹. La MiFID II ha previsto anche un ampliamento dei poteri dell'autorità di vigilanza, la quale può bloccare tutti quei prodotti che non sono conformi al target di mercato a cui si rivolge l'intermediario (*product intervention*)³⁰.

²⁷ «Le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all'articolo 23» (l'articolo tratta il conflitto d'interesse) «incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti». (Direttiva 2014/65/UE, art. 16, comma 3).

²⁸ La disciplina della *Product Governance* è uno degli elementi di novità introdotti dalla Direttiva 2014/65/UE (Mifid II) nella normativa sui servizi di investimento con la finalità di accrescere la protezione degli investitori: «i prodotti devono essere da subito adeguati al profilo e ai bisogni del cliente»* (Consob Senato), andando così a «prevenire e/o contenere i fenomeni di *mis-selling* (vendite fraudolente), e ciò sia nella fase di distribuzione, commercializzazione e vendita dei prodotti finanziari che nel fase creazione degli strumenti finanziari stessi » (Franza, 2017). Risponde al bisogno di stabilire corrette procedure di distribuzione dei prodotti finanziari alla clientela *retail* (per '*retail*' si intende la «fascia di clientela che comprende principalmente i privati, i professionisti, gli esercenti e gli artigiani») Glossario. URL:

http://www.group.intesasanpaolo.com/portallisir0/isInvestor/storici_BI_bilanci_00/Glos.pdf

Ultima consultazione, 13 luglio 2018).

* CONSOB. Atto del Governo n. 413. (Mercati degli strumenti finanziari). (URL: https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg17/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/005/159/Consob.pdf Ultima consultazione, 13 luglio 2018).

Parola chiave: adeguatezza.

²⁹ TOLLERANZA AL RISCHIO: data $U =$ funzione di utilità del cliente, $1/(U'/U)$ questo è l'indice di avversione assoluta al rischio; moltiplicato per la ricchezza del cliente, trovo l'avversione relativa; tramite queste due grandezze posso calcolare la tolleranza al rischio. (Arrivo, Mifid, & Criscione, 2018)

CAPACITA' DI SOSTENERE LE PERDITE: normalmente questa viene valutata tramite dei questionari, i quali tracciano un profilo del cliente, del rischio che può assumere e quindi della sua capacità di sostenere potenziali perdite. (Arrivo et al., 2018)

³⁰ «Questo istituto prevede la possibilità per le *authority* competenti di stabilire il divieto o limitazione di vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati, anche prima della commercializzazione. È tuttavia un potere che potrà essere usato solo in casi estremi, quando sia l'unica possibilità per garantire la protezione degli investitori o evitare minacce all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati» (URL: www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-01-02/mifid-194020.shtml. Ultima consultazione: 13 luglio 2018). Parola chiave: tutela.

Risulta evidente quindi che la normativa, per tutelare maggiormente l'investitore, tenderà a limitare la distribuzione di prodotti strutturati³¹ a buona parte della classe di clientela *retail*, essendo probabile che una parte consistente di questa non abbia i requisiti di tolleranza al rischio e capacità di sostenere le perdite sufficientemente ampia da poterci investire.

Il secondo aspetto, strettamente legato al primo, sono i **costi** per i servizi offerti.

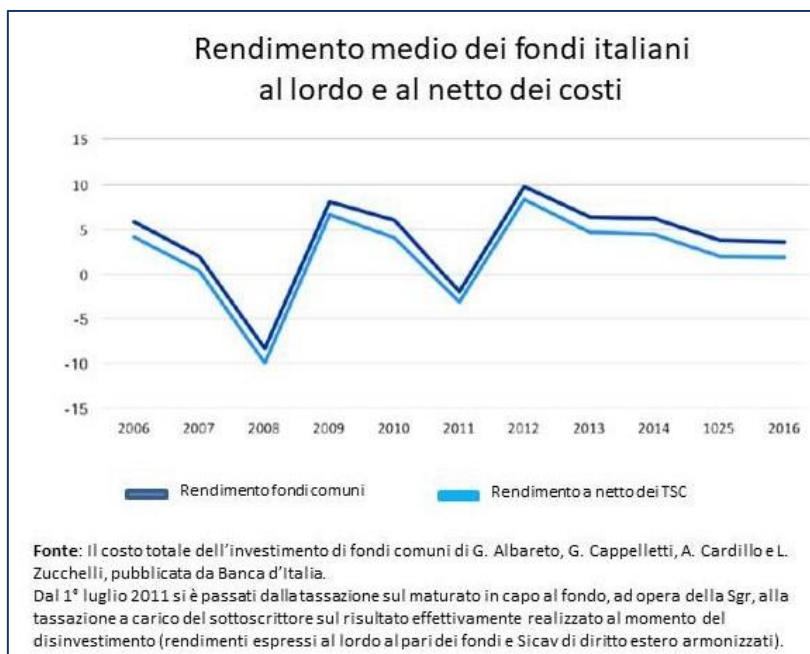
Questa voce viene trattata dalla Direttiva all'articolo 24 comma 4, in cui chiarisce l'obbligo di tempestività nel fornire ai clienti o potenziali clienti le informazioni appropriate «sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi». Viene specificato che le informazioni devono essere comprensive di tutti i costi e oneri connessi, e devono altresì comprendere indicazioni in merito sia al servizio d'investimento che a quelli accessori, al costo di un eventuale servizio di consulenza, al costo del prodotto finanziario offerto in vendita al cliente o anche solo incentivato all'acquisto e alle modalità di pagamento da parte del cliente, comprendendo anche eventuali pagamenti a terzi. Viene infine chiarito che le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli relativi al servizio d'investimento e allo strumento finanziario, "non causati dal verificarsi da un rischio di mercato sottostante", devono essere presentate al cliente in forma aggregata per permettergli di conoscere il costo complessivo e il suo effetto globale sul rendimento e, su richiesta del cliente, in forma analitica. Laddove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con a periodi regolari, e comunque almeno una volta l'anno, per tutto il periodo dell'investimento. (Direttiva 2014/65/UE articolo 24 comma 4)

Hobish spiega che una recente ricerca sviluppata dalla società di consulenza indipendente AdviseOnly «ha stimato il valore annuo delle commissioni retrocesse in 23 miliardi di euro. Non solo, l'Italia si conferma insieme a Spagna, Belgio e Francia, il domicilio con maggiori costi associati all'investimento in fondi, con un costo medio pari all'1,42% rispetto alla media europea dell'1,27%». (Hobisch, 2016).

³¹ PRODOTTI STRUTTURATI: *l'economic report* del 2013 pubblicato dall'ESMA, definisce i prodotti strutturati come "Structured products can be defined as investment products whose return is linked to the performance of one or more reference index, price or rate. One of their key characteristics is that the return is not determined by active investment but by a pre-specified formula that sets out how the product will perform in any possible future scenario."

Come mostra la figura 1.5, tali costi riducono sensibilmente i rendimenti netti dei portafogli e quindi implicitamente sulle risorse detenute dagli investitori; dal 2006 al 2016 c'è stata una riduzione dei rendimenti da 3.5% al 2%

Figura 1.5 Rendimento medio dei fondi italiani al lordo e al netto dei costi



Fonte: . Il costo totale dell'investimento in fondi comuni" di Giorgio Albareto, Giuseppe Cappelletti, Andrea Cardillo e Luca Zucchelli, pubblicata da Banca d'Italia (Hobisch, 2016)

La normativa, disciplinando questo aspetto, vuole evitare che i venditori coprano ai clienti eventuali costi, incorporandoli in macro-voci di costo che il cliente non riesce a scorporare. La MiFID II obbliga a esplicitare tutti i costi in valore assoluto e non più tramite percentuali; essi sono riportati di seguito (Tabella 1.1).

Tabella 1.1 Trasparenza dei costi

COSTI ASSOCIATI AL SERVIZIO	COSTI ASSOCIATI ALLO STRUMENTO (sostenuti dal fondo e implicitamente addebitati al cliente nel Nav del prodotto)
Diritti fissi	Costi di gestione
Commissioni di sottoscrizione	Costi di uscita
Costi di transazione quali ritenute fiscali su cedole o dividendi staccati	Commissioni di performance
Costi incidentali legati servizio	Commissioni della banca depositaria
Costi ongoing associati al servizio	Costi associati alla compravendita (intermediazione)
Costi di custodia	Imposta di bollo ed eventuali oneri fiscali

Fonte: Elaborazione Moneyfarm (Hobisch, 2016)

Tutti i suddetti costi dovranno essere indicati esplicitamente, non più ricorrendo all'indicatore sintetico del NAV. Sarà poi possibile aggiungere eventuali costi, ad esempio quelli relativi all'attività di reporting che il consulente svolge al cliente, relativamente all'andamento del livello di rischio, ai possibili scenari che possono verificarsi, analisi di eventi di mercato significativi verificatisi ecc.

Tra le novità della normativa, che implicitamente ricade nei costi da esplicitare, vi è lo *switch*. Esso non è altro che un'operazione di disinvestimento con conseguente investimento in un altro fondo o prodotto. La normativa obbliga il consulente a dimostrare, nel caso consigli lo *switch* al cliente, che i benefici ottenibili superano i costi da sostenere per l'operazione.

Il terzo aspetto riguarda l'**informativa**, ossia lo scenario dove agiscono e interagiscono intermediario e investitore; qui la chiarezza e la trasparenza della comunicazione deve essere la costante di tutte le fasi del rapporto. Informare adeguatamente diventa un obbligo e l'investitore sarà periodicamente informato sulle attività svolte e da svolgersi da parte del consulente, tenuto conto dell'evolversi di un mercato che offre prodotti

finanziariamente complessi, le cui strutture di costo possono essere altrettanto difficili da individuare.

La MiFID II distingue tre tipi diversi di informative:

- *Informativa ex ante*: con una distinzione tra costi del servizio, costi associati al prodotto e commissioni di retrocessione. L'informativa ex-ante svolge anche la funzione di indicare in modo dettagliato tutti gli aspetti relativi all'ampiezza dell'offerta e alla frequenza con cui l'intermediario opererà valutazioni di adeguatezza dei prodotti. Nell'informativa ex ante sarà necessario specificare se la consulenza viene effettuata su base indipendente o meno. L'investitore inoltre dovrà disporre di un quadro chiaro circa le sedi di esecuzione degli ordini, le strategie di investimento consigliate, il perimetro di azione dell'intermediario e dei servizi offerti, oltre a informazioni specifiche sui prodotti proposti.
- *Informativa una tantum*: discrezione e su richiesta specifica del cliente.
- *Informativa ex post*: con cadenza almeno annuale con il dettaglio dei costi sostenuti relativamente ai singoli prodotti e al portafoglio complessivo. Su richiesta del cliente il gestore dovrà mostrare l'incidenza del costo sostenuto sul rendimento effettivo anche in forma analitica.

Alla Sezione 2 del testo di legge – Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori – e precisamente all'articolo 24, balzano agli occhi tre aggettivi: onesto, equo, professionale (dentro la parola professionale sono sottese le competenze del consulente in materia specifica dei prodotti che offre; di valutazione dell'investitore che ha di fronte e del contesto in cui offre il servizio; delle capacità comunicativo-relazionali, dell'onestà intellettuale).

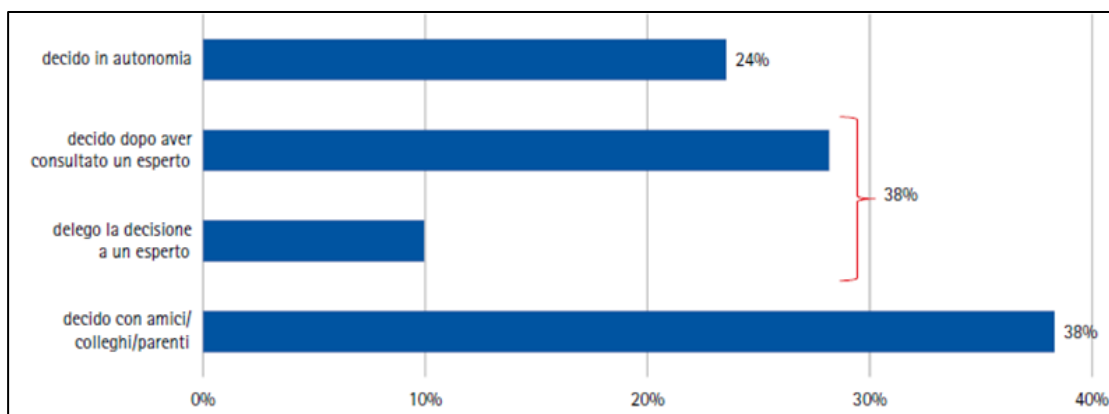
«Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e che esse rispettino in particolare i principi di cui al presente articolo e all'articolo 25», ossia il farsi garante da parte dell'impresa di investimento, delle «persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o servizi accessori», persone che devono avere le conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi.

Correttezza, chiarezza e integrità sono caratteristiche che devono esistere a monte, nell'intenzionalità: «Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti sono corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni di marketing sono chiaramente identificabili come tali».

Tempestività e appropriatezza sono gli avverbi di modo per le azioni in itinere: «Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi». Di qui l'elenco dettagliato dei "casi in cui...", che a priori rendono corresponsabile l'investitore, in quanto persona informata. (Direttiva 2014/65/UE, art. 24)

Questa responsabilizzazione dell'investitore è certamente un atto voluto dalla normativa e sembra quasi che, implicitamente, lo solleciti ad affidarsi a un esperto col fine di poter "gestire" questa responsabilità. La consulenza non è al centro della norma solo da un punto di vista meramente tecnico, ossia delineandone le caratteristiche principali, ma anche e soprattutto col fine di far capire l'importanza di questa attività che ad oggi, in Italia, è ancora poco diffusa. In un rapporto della Consob del 2016, quindi prima che entrasse in vigore la normativa MiFID II, si è evidenziato come in Italia la consulenza finanziaria sia poco diffusa, soprattutto tra i soggetti che hanno una propensione all'investimento più ridotta e un'alfabetizzazione finanziaria più bassa (Nadia Linciano, 2016). Il report riporta alcuni dati piuttosto allarmanti, sottolinea ad esempio che in media l'investitore italiano ricorre più spesso al consiglio di parenti o di amici piuttosto che del parere di un esperto, come si può vedere di seguito (Figura 1.6, tratta dal *paper* Linciano 2016 citato). Accanto, lo stesso studio fa emergere l'importanza di conoscere la personalità dell'investitore da parte del consulente. Si sottolinea, infatti, che se i soggetti coinvolti a garanzia del buon funzionamento dei mercati finanziari – *policy makers*, autorità di regolamentazione, educatori e consulenti finanziari – non reputano prioritaria la conoscenza delle persone che devono prendere decisioni, qualunque azione finalizzata a supportare gli investitori a comprendere bene le informazioni finanziarie e a prendere la decisione migliore può risultare inefficace. Inoltre, la consapevolezza di sé sarà di aiuto allo stesso investitore che potrà raggiungere i propri scopi attraverso una strategia personalizzata. (N Linciano & Soccorso, 2017, p. 76)

Figura 1.6 Più di un terzo degli investitori si affida ai suggerimenti di familiari e amici (*informal advice*)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane

L'obiettivo di MiFID II è quindi anche quello di avvalorare una figura indispensabile in un mercato finanziario sempre più complesso, figura che ad oggi non riceve ancora l'importanza che in realtà merita. È proprio questa la posizione su cui vuole collocarsi tutto l'elaborato: la centralità del consulente, necessaria per conoscere, capire e applicare ogni singola informazione che la normativa chiede venga trasmessa al cliente. Si tratta di riconoscerne quel ruolo chiave del prendersi cura: conoscere il cliente per saperlo orientare verso il prodotto più adeguato alla sua situazione; parlo nella condizione di valutare, selezionare e appropriarsi delle informazioni che gli permetteranno di prendere la decisione migliore possibile.

Riassumendo, sono allora i concetti di trasparenza, di informazione e di comunicazione e mediazione efficace dell'informazione, che possono orientare il vero cambiamento e prevenire gli scenari che hanno caratterizzato questi anni: creare un contesto rinnovato in cui è possibile decidere anche in campo finanziario con quella consapevolezza e competenza valutativa che porta alle buone scelte.

Capitolo 2. *Information overload*: cause effetti e contromisure

Come abbiamo visto nel capitolo precedente, la direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) richiede che venga esplicitata al cliente tutta l'informazione necessaria al fine di prendere decisioni in materia di investimento.

Paradossalmente, però, l'informazione non sempre porta benefici in un processo decisionale. Questo avviene in presenza di sovraccarico informativo, ossia la situazione in cui la quantità di informazione contenuta in un certo spazio supera la capacità individuale di elaborarla in modo corretto.

In questo capitolo il focus è proprio il sovraccarico cognitivo. Verranno esposte le cause, gli effetti e alcune possibili contromisure per prevenirlo; ognuno di questi aspetti sarà supportato dalla letteratura di riferimento. L'approfondimento di questi argomenti saranno la base teorica per una successiva verifica empirica.

2.1. Cenni di teoria del carico cognitivo

La Teoria del carico cognitivo (CLT)³² è stata elaborata negli anni Ottanta da John Sweller e dai suoi colleghi dell'Università del New South Wales. (Elliott, Kurz, Beddow, & Frey, 2009) Tale teoria parte dall'assunto che la capacità dell'uomo di elaborare informazioni sia limitata ed è quindi naturale che, aumentando in un soggetto il numero di nuove informazioni da imparare, questo non sia in grado di gestirle. La necessità di adattare le istruzioni ai vincoli del sistema cognitivo del discente è stata la preoccupazione principale di tale teoria ed è diventata sempre più influente in materia di psicologia dell'istruzione (Schnotz & Kürschner, 2007).

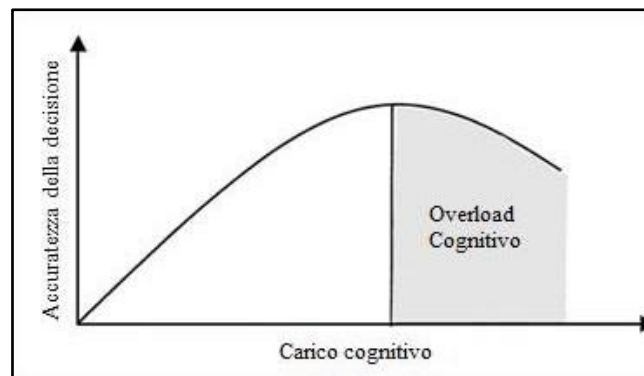
Lo studio porta alla luce il modo in cui le funzioni di memoria umana vengono utilizzate durante l'apprendimento o l'esecuzione di attività (di apprendimento). Sweller spiega che, nell'architettura cognitiva umana, l'informazione arriva all'apparato cerebrale sotto forma di stimoli. Il cervello successivamente invia parte di questi alla *working memory*. Se questa informazione non viene utilizzata, semplicemente la dimentichiamo. Se invece usiamo queste informazioni, esse vengono archiviate nella memoria a lungo termine, sotto forma di schemi. Questi ultimi sono una delle funzioni della memoria di lavoro, che

³² CTI: *Cognitive Load Theory*

è quella di codificare, organizzare e integrare le informazioni per costruire rappresentazioni mentali della conoscenza.

La CLT ha lo scopo di sfruttare in modo ottimale lo spazio limitato disponibile nella memoria di lavoro. Ripresa da altri studiosi, come Eppler e Mengis, è stata descritta sotto forma di funzione che, nella figura 2.1 sottostante, è definita “curva ad U rovesciata”, in cui inizialmente è crescente fino al suo punto di massimo e da quel punto inizia ad avere un’inclinazione negativa (Eppler & Mengis, 2004).

Figura 2.01 Curva *Overload* Cognitivo



Fonte: Definizione di *information overload* da M.J. Eppler e J. Mengis, 2004, p. 326.

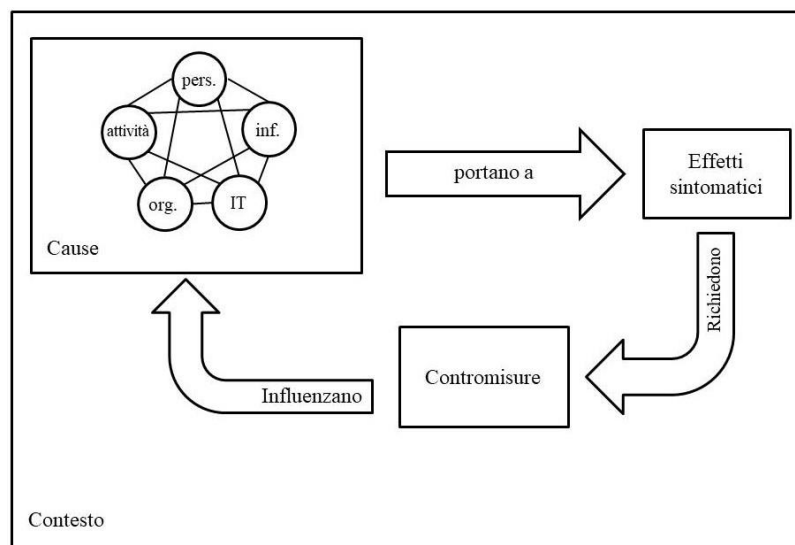
In base ai risultati di studi derivanti da più ambiti disciplinari, Eppler e Mengis chiariscono che la qualità delle scelte, ed in generale dei processi di pensiero attivati da un soggetto, presentano una corrispondenza positiva con la quantità di informazione fruibile fino a un determinato punto critico oltre il quale la prestazione individuale declina molto rapidamente: il sovraccarico informativo raffigura dunque l'effetto indesiderato e conseguente ad una stimolazione informativa eccedente. Applicando il concetto al soggetto che si appresta a una scelta di investimento finanziario, «l'onere di un carico di informazioni pesante confonderà il cliente, influirà sulla sua capacità di stabilire priorità e renderà più difficile richiamare le informazioni precedenti, compromettendo il processo decisionale» (Eppler & Mengis, 2004). In sostanza, una sorta di effetto domino, per il quale, a partire dalla «difficoltà nell'individuare le informazioni rilevanti (Jacoby, 1977), seguono comportamenti quali il diventare altamente selettivi e ignorare una grande quantità di informazioni (Bawden, 2001; Herbig & Kramer, 1994; Sparrow, 1999), il trovarsi in difficoltà nell'individuare la relazione tra i dettagli e la prospettiva generale (Schneider, 1987), l'aver bisogno di più tempo per raggiungere una decisione (Jacoby, 1984), per scoprire alla fine di non essere

in grado di pervenire a una decisione di adeguata accuratezza (Malhotra, 1982)». (Eppler & Mengis, 2004).

2.2. *Overload* Informativo: cause ed effetti

Nell'indagare le cause dell'*information overload*, Eppler e Mengis, spiegano che «le principali ragioni del sovraccarico di informazioni a livello organizzativo e interpersonale possono essere correlate a cinque costrutti, come mostrato nella Figura 2 (Eppler & Mengis, 2004). Gli studiosi fanno notare che questo *framework* non è basato su una logica lineare di cause ed effetti, ma mette invece in evidenza un sistema di relazioni circolari e interdipendenti. In modo analogo, mostra che qualsiasi contromisura mirata a una specifica causa di sovraccarico può avere effetti collaterali significativi su altre cause (si veda figura 2.2).

Figura 2.2 Un quadro concettuale sul funzionamento del sovraccarico di informazioni.



Fonte: [A conceptual framework to structure research on information overload](#) (Eppler & Mengis, 2004).

Questi costrutti, generati induttivamente, costituiscono l'informazione stessa: la sua quantità, la frequenza, l'intensità, la qualità e la complessità. (Eppler & Mengis, 2004). Dall'altra parte, troviamo tutto quello che supporta e dà senso all'informazione permettendole di essere compresa e di divenire funzionale al suo scopo: «il soggetto che interagisce, elabora o comunica informazioni; i compiti o i processi che devono essere completati da una persona, gruppo o organizzazione; il progetto organizzativo – ossia le

strutture di lavoro formali e informali; la tecnologia dell'informazione che viene utilizzata (e in che modo viene utilizzata) in un'azienda» (Eppler & Mengis, 2004).

Solitamente il sovraccarico di informazioni emerge da più fattori, che insieme influenzano le due variabili fondamentali dell'*overload*: la prima è «la **capacità di elaborazione delle informazioni** (IPC)³³, che è ad esempio condizionata dalle caratteristiche personali, in cui rientrano «le abilità, l'età, le convinzioni e le credenze», ma anche il livello di esperienza e di competenza nella ricerca di informazioni; la seconda include i **requisiti di elaborazione delle informazioni** (IPR)³⁴ che sono spesso determinati dalla natura dell'attività» (Eppler & Mengis, 2004).

Focalizzando l'attenzione sulla prima variabile – la capacità di elaborare informazioni – è necessario vedere come si è evoluta la Teoria del Carico Cognitivo. Verso la metà degli anni Ottanta, Sweller e il suo team osservarono, su un campione di alunni, che un'istruzione ricevuta attraverso degli esempi pratici produceva esiti nei test migliori rispetto alle sole istruzioni e attribuirono tale effetto ad una riduzione del carico cognitivo nella memoria di lavoro degli studenti (Cooper & Sweller, 1987; Sweller & Cooper, 1985). Questa associazione tra i risultati migliori e una riduzione del carico cognitivo nella memoria degli alunni fu colta da subito, tuttavia fu dimostrata solo negli anni Novanta tramite misure *self-report* di sforzo cognitivo.

Proseguendo nella ricerca, si arrivarono a definire tre tipi di carico cognitivo: intrinseco, estraneo e germano o pertinente, riportati di seguito in una tabella elaborata da Landriscina (2007).

Tabella 2.1. I tre tipi di carico cognitivo

Carico cognitivo intrinseco	Carico cognitivo estraneo	Carico cognitivo rilevante
È determinato dall'interazione tra la natura dei contenuti da apprendere e il livello di expertise dello studente	È associato a processi che non sono direttamente necessari per l'apprendimento	È associato a processi che sono direttamente rilevanti per l'apprendimento come la costruzione e l'automazione di schemi

Fonte: (Landriscina, 2007)

³³ IPC: *the information processing capacity*

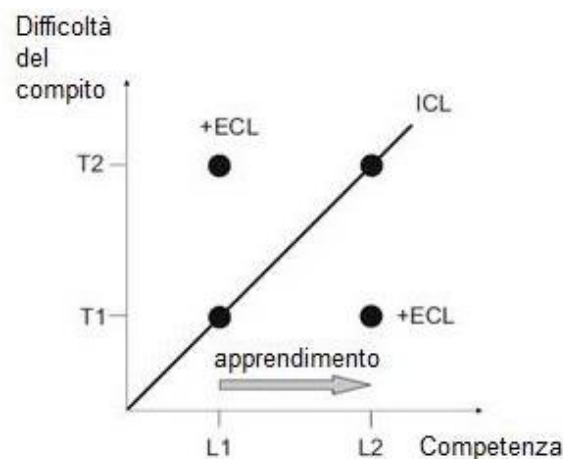
³⁴IPR: *the information processing requirements*

Il **carico intrinseco** si riferisce alla quantità di elaborazione cognitiva richiesta per comprendere una fonte informativa; esso dipende dal numero di elementi che compongono l'informazione e dalla loro interattività (CLARK, d'AMBROSIO, McDERMED, & SAWANT, 2006).

Secondo Sweller (2005), un'elevata interattività degli argomenti e dei contenuti può rendere difficile la comprensione, richiedendo un notevole carico cognitivo alla memoria di lavoro. (Schnotz & Kürschner, 2007).

Un esempio di compito che costituisce un carico intrinseco elevato è l'attività di comprensione della lettura per i lettori principianti. Per comprendere una frase, lo studente deve analizzare ogni parola e la sua relazione con altre parole della frase. L'interattività della fonte d'informazione è alta, perché tutti gli elementi devono essere tenuti contemporaneamente nella memoria di lavoro. Il carico intrinseco è determinato proprio dall'interattività del documento. Qui diventano molto importanti gli schemi immagazzinati nella memoria a lungo termine, che consentono ai lettori esperti di elaborare più elementi come un unico elemento, riducendo in tal modo efficacemente il carico di memoria di lavoro. Sweller (2005) sosteneva infatti che le competenze favoriscono il riconoscimento di ciò che conta all'interno dell'informazione come elemento significativo. Di conseguenza, il carico cognitivo intrinseco deve per forza essere messo in relazione a particolari livelli di esperienza. Ciò implica che il livello di carico cognitivo in quanto tale non può essere manipolato, tuttavia sarà l'esperienza di un determinato studente a far percepire il carico intrinseco di un compito specifico più o meno elevato. (Schnotz & Kürschner, 2007) .

Figura 2.3 Rappresentazione della relazione tra difficoltà del compito e competenza



Fonte: Relazioni intrinseche (Schnotz & Kürschner, 2007, p.480)

Attraverso la figura 2.3 i due studiosi mostrano le relazioni intrinseche, in cui si può osservare la relazione tra carico intrinseco (ICL) come effetto di un adeguato allineamento della complessità del compito di apprendimento con la competenza dello studente e il carico estraneo aggiuntivo (+ ECL) come risultato del disallineamento della difficoltà del compito con l'esperienza. L'apprendimento aumenta la competenza.

(Schnotz & Kürschner, 2007).

Schnotz & Kürschner (2007, p. 480) sottolineano che le competenze, la complessità del compito, le misure di aiuto e facilitazione e quindi la difficoltà del compito sono variabili continue e che nel loro grafico sono rappresentate unicamente su due livelli solo per semplicità. «Finché uno studente ha una bassa esperienza (L1), presentargli un compito facile (T1) significa che competenza e difficoltà sono ben allineate. Questo è rappresentato in Fig. 2.3 dal fatto che la combinazione L1-T1 si trova sulla linea di funzione diagonale. Presentando lo stesso studente (L1) il compito difficile (T2) sovraccaricherebbe la sua memoria di lavoro. Questo è rappresentato nella figura dal fatto che la combinazione L1-T2 è molto al di sopra della linea di funzione diagonale. L'apprendimento implica un aumento delle competenze, che è rappresentato in Fig. 1 come uno spostamento della posizione dell'individuo da L1 a L2. Per uno studente con elevata esperienza (L2), un compito al livello T1 sarebbe troppo facile e inferiore alle sue capacità. Ciò è rappresentato dal fatto che la combinazione L2-T1 è molto al di sotto della linea di funzione diagonale. Gli studenti con elevata esperienza (L2) hanno bisogno di un compito più difficile (T2) per un adeguato allineamento tra esperienza e difficoltà. Questo è rappresentato nella figura dal fatto che la combinazione L2-T2 si trova sulla linea di funzione diagonale» (Schnotz & Kürschner, 2007).

In contrasto con il carico intrinseco che, come abbiamo visto, è interno al compito stesso e dovuto quindi alla sua naturale complessità, il **carico di lavoro estraneo** è causato da progettazione dell'istruzione inappropriata che ignora i limiti della memoria di lavoro e fallisce nel concentrare le risorse della memoria di lavoro sulla costruzione e l'automazione di schemi; esso va attribuito al formato dell'informazione (inefficace) (Schnotz & Kürschner, 2007), che si presenta per molti tratti con elementi irrilevanti che assorbono inutilmente risorse del processo di apprendimento.

Altri due effetti cognitivi legati alla comprensione delle informazioni risultano pertinenti alla questione in oggetto sono l'effetto dell'attenzione divisa o "*split-attention*" e l'effetto della modalità o "*modality effect*".

L'effetto dell'attenzione divisa si verifica quando l'attenzione dello studente deve essere divisa tra più fonti di informazioni visive che devono essere integrate per la comprensione, perché le singole fonti non possono essere comprese isolatamente. Ciò significa che separare elementi che devono essere elaborati insieme per la comprensione provoca un carico cognitivo non necessario al processo di apprendimento.

Spiegando poi l'effetto della modalità, Schnotz & Kürschner affermano che «il carico cognitivo estraneo viene ridotto presentando il materiale verbale in forma uditiva piuttosto che in forma visiva, come un parlato piuttosto che un testo scritto». (Schnotz & Kürschner, 2007).

Oltre al carico cognitivo intrinseco ed estraneo, è possibile il verificarsi del **carico germano o pertinente**, per il quale il carico cognitivo aumenta con l'aumentare della variabilità dei contenuti (CLARK et al., 2006). (Elliott et al., 2009). Esso implica la costruzione di modelli di pensiero che aiutino la categorizzazione delle informazioni. Sia la funzione di abilitazione che quella di agevolazione sono vantaggiose per l'apprendimento purché calibrate. Wolfgang Schnotz spiega che un'eccessiva facilitazione «può rendere l'elaborazione inutilmente semplice e impedire agli studenti di elaborare informazioni rilevanti per l'apprendimento. Ciò è dimostrato, ad esempio, dall'effetto di inversione delle competenze, quando gli aiuti alla prestazione (come esempi esaustivi) risultano svantaggiosi per le persone con competenze più elevate o quando le animazioni impediscono agli studenti di eseguire le proprie simulazioni mentali. In altre parole: semplificare un compito non porta necessariamente a un apprendimento migliore» (Schnotz & Kürschner, 2007).

Infine secondo quanto indagato da Eppler e Mengis (2004, p. 338), si apprende che la questione che preoccupava i ricercatori era se la vasta gamma di prodotti e loro caratteristiche (carico di informazioni) condizionavano la scelta da parte dei consumatori. Eppler e Mengis ritengono che generale, la ricerca in ambito finanziario, si focalizza "sull'impatto del sovraccarico di informazioni sulla qualità delle decisioni, sui tempi decisionali e sul numero effettivo di elementi informativi che possono essere

elaborati in una tipica situazione di investimento”. Secondo i due studiosi la letteratura trascura questioni vitali come competenze, tempistiche e questioni tecnologiche e organizzative, pur avendo legittimato la ricerca sull'*overload* cognitivo documentando in modo empirico l'effetto della curva ad U rovesciata. (Eppler & Mengis, 2004).

2.3.L'*overload* e il suo effetto sulla propensione al rischio

Quando si parla di investimenti finanziari una parola-concetto che tendenzialmente si associa è il termine “rischio”. Come è noto dagli studi della psicologia, il rischio è una misura ancorata a uno specifico dominio e soggettiva. Il fatto che sia “*domain specific*” vuol dire che un soggetto altamente propenso al rischio in un certo ambito, come può essere ad esempio quello sportivo per chi pratica sport estremi, non è detto lo sia ad esempio in quello finanziario. “Soggettiva” vuol dire che per ogni soggetto una situazione di rischio è percepita in modo diverso. Il “rischio percepito” viene definito come il punto di vista di una persona sulla probabilità di rischio (intendendo il rischio nella sua sola accezione negativa, cioè di incorrere in un evento negativo) associato ad una specifica attività. (Ricciardi, 1976).

Il rischio è una caratteristica distintiva per ogni soggetto, infatti due persone che si ritrovano ad affrontare una stessa situazione, non è detto agiscano nello stesso modo; la diversità della reazione dipenderà da come il soggetto percepisce in termini di rischio quella situazione, se più o meno rischiosa. Come afferma Ricciardi il concetto di percezione del rischio tenta di spiegare la valutazione di una situazione rischiosa sulla base di un processo decisionale istintivo e complesso, ma che sarà diverso da ognuno a seconda delle conoscenze personali e delle informazioni acquisite dall'ambiente.

Nell'elaborato viene riportata anche la definizione di Sitkin e Weingart (1995) di percezione del rischio, qui vista in maniera più analitica come "la valutazione di un individuo di quanto sia rischiosa una situazione in termini di stime probabilistiche del grado di incertezza situazionale, di quanto sia controllabile tale incertezza e della fiducia in tali stime"; tuttavia è pur sempre chiaro il concetto di come il rischio sia relativo, nel senso che si manifesta in misure diverse a seconda di quanto il soggetto abbia confidenza con quella situazione rischiosa.

Lo studioso spiega quali siano le principali teorie e concetti della finanza comportamentale che influenzano la percezione del rischio di un individuo; tra questi cita alcuni dei più noti:

- l'effetto *framing*, ossia la presenza di una cornice, uno schema interpretativo già strutturato nella mente del soggetto, che altera la visione di una specifica situazione, condizionando le decisioni.
- l'effetto ancoraggio³⁵ è l'abitudine di formulare previsioni "partendo da un'informazione o una stima iniziale, ritenuta saliente"; variando la stima iniziale, variano anche le previsioni. Questa tendenza da parte degli individui che devono prendere una decisione, ad affidarsi in modo eccessivo alla prima informazione che viene offerta genera "fenomeni di *underreaction* a notizie e fatti nuovi", ossia provocando che le opinioni vengano cambiate con difficoltà e lentezza. (Nadia Linciano 2010);
- la *prospect theory*, descrive il comportamento in base al quale nel dominio negativo gli individui sarebbero propensi al rischio e avversi alle perdite, mentre nel dominio positivo sarebbero avversi al rischio.
- l'*overconfidence*, ossia l'illusione del controllo e l'eccesso di ottimismo alla base delle scelte finanziarie (ibidem).
- l'importanza della conoscenza dell'esperto. Quest'ultimo aspetto è proprio quello che più ci interessa. Per arrivarci, però, bisogna fare un passo indietro. La teoria economica classica vede l'individuo come soggetto perfettamente razionale che, acquisendo informazioni diventa sempre più esperto e consapevole. Ciò implica che aumentando il numero di informazioni disponibili per un soggetto, questo farà scelte via via migliori.

Questa idea di individuo razionale viene ben presto superata e sarà proprio il considerare l'uomo non perfettamente razionale a introdurre anche il concetto di *overload*.

Come discusso in precedenza, il fatto che la capacità cognitiva dell'uomo sia limitata si traduce operativamente nel fatto che gli investitori, che negli ultimi anni sono stati

³⁵ I primi studiosi che hanno studiato l'effetto ancoraggio sono Amos Tversky e Daniel Kahneman, i due psicologi israeliani che più di tutti hanno contribuito allo sviluppo dell'economia comportamentale.

sommersi di regole ed informazioni sempre più complesse, non riescono a farle proprie e utilizzarle in maniera efficiente.

Questo concetto viene riportato anche nello studio di Ricciardi (2008), il quale fa luce anche su un altro aspetto interessantissimo: mette nero su bianco il concetto che la percezione del rischio di un soggetto è direttamente influenzata dalla sua conoscenza: più le persone percepiscono un'attività come difficile da comprendere, più aumenta l'ansia ad affrontarla.

Dagli anni Settanta, infatti, il tema della relazione tra rischio percepito e livello di conoscenza dell'ambito in cui si opera è stato oggetto di numerose ricerche. Viene definita dalla letteratura come "*psicology of expert knowledge*" e non è altro che la contrapposizione dei comportamenti tra esperti e non esperti in un certo ambito.

Ricollegandoci a quanto detto prima sul concetto di *overload* e conoscenza, è vero che una maggiore informazione garantisce più consapevolezza ma solo se questa informazione viene ben recepita e gestita. Ecco che allora, se l'informazione è troppa e troppo difficile da comprendere genererà dei comportamenti che si discostano da come ci si comporterebbe normalmente. Chiaramente, questo è direttamente collegato anche all'esperienza: più io sono esperto in materia, più saprò gestire le informazioni, meno percepirò come difficile la situazione e meno sarà alterata la mia percezione di rischio su quell'attività o situazione.

La letteratura tuttavia, su questo campo, non è del tutto uniforme. Ricciardi nel suo articolo spiega che diversi studi hanno dimostrato che fornire informazioni su un *task* rischioso può aumentare la percezione del rischio; tuttavia, ci sono prove che suggeriscono che persone con lo stesso livello di conoscenza del *task* rischioso potrebbero non essere concordi sulla valutazione del rischio stesso.

Ricciardi prosegue riportando una citazione di Lee (1999) presa dal «*Reconciling lay and expert evaluations of the riskiness of hazardous technologies. Working paper*» in cui viene detto che la relazione tra conoscenza del *task* e il rischio percepito del task stesso sia monotona e inversa; ciò vuol dire che all'aumentare dell'una diminuisce l'altra.

Allo stesso tempo però afferma anche che le evidenze empiriche non sempre sostengono questo concetto.

In conclusione, per comprendere il processo di scelta degli investitori, bisogna considerare sia gli aspetti cognitivi sia quelli emotivi riguardo al come l'investitore elabora l'informazione e percepisce il rischio per una determinata attività o situazione.

2.4. *Overload* informativo: contromisure

Ora c'è da chiedersi: come possono le informazioni visualizzate essere adattate ai limiti del sistema cognitivo?

L'*overload* cognitivo può essere ridotto agendo su due fattori:

- a. **sull'informazione stessa**, ossia migliorandone la presentazione e semplificando la complessità del contenuto;
- b. **sulla persona che lo subisce**: questo può avvenire tramite una crescita delle conoscenze personali oppure l'affiancamento a una persona esperta che le permetterà di affrontare il problema con una visione più analitica, critica e allo stesso tempo accurata, in particolare nella situazione in cui il sovraccarico informativo sia generato dalla complessità intrinseca nell'informazione.

Il primo fattore è quindi l'**informazione**. Ad oggi ci sono diversi software che permettono di riorganizzare l'informazione rendendola più fruibile. Ci sono software semplici che permettono di classificare l'informazione in base a criteri scelti dall'utente, software di raccolta (database), ma i più avanzati sono i cosiddetti "*intelligent agents*", in grado di filtrare in modo "intelligente" le informazioni

Edmunds e Morris, nella pubblicazione "*The problem of information overload in business organisations: a review of the literature*" descrivono gli "agenti intelligenti" come algoritmi in grado di analizzare e "comprendere" un testo estraendone le informazioni più rilevanti sulla base di criteri preimpostati; inoltre, tenendo conto che le informazioni devono averne un valore aggiunto del riepilogo, le riassumono e indirizzano automaticamente per essere fruite dagli utenti (Edmunds & Morris, 2000).

Il secondo fattore è la **crescita delle conoscenze personali**. In questo caso, occorre fare una distinzione tra esperienza vissuta ed esperienza riflessa, educazione e alfabetizzazione finanziaria.

Il Quaderno di finanza pubblicato da Consob su "*Le sfide dell'educazione finanziaria*" (2017), raccoglie i contributi di numerosi ricercatori, tra i quali Duccio Martelli, che tratta il tema dell'apprendimento esperienziale, una forma di apprendimento per cui «il vivere in prima persona una determinata situazione, rappresenta un valido strumento di apprendimento, in quanto il contesto e le emozioni che ne derivano sono direttamente

sperimentati in prima persona dal soggetto interessato». Detto questo, viene sottolineato il fatto che l'esperienza di per sé non è però condizione sufficiente all'apprendimento. Martelli porta l'esempio che molti soggetti vivono esperienze simili un numero elevato di volte, senza però imparare nulla dai comportamenti passati e spiega che ciò va attribuito al fatto che la conoscenza è frutto della combinazione di «acquisizione e trasformazione dell'esperienza. [...] Quando parliamo di apprendimento esperienziale facciamo dunque riferimento al processo attraverso cui si crea conoscenza mediante la trasformazione dell'esperienza (Kolb, 1984)» (cit. in N Linciano & Soccorso, 2017).

In sostanza, si impara non tanto da quanto si è esperito, ma dalla riflessione che si fa sull'esperienza vissuta, andando a comprendere che cosa, come, perché è accaduto.

«Senza questa riflessione», continua Martelli, «l'esperienza si mescola infatti agli altri stimoli di sottofondo che il nostro cervello continuamente recepisce ma tende a escludere per le sue limitate capacità cognitive (N Linciano & Soccorso, 2017) .

Collegato all'esperienza c'è anche l'errore. Martelli fa riflettere sul fatto che siamo soliti commettere errori in situazioni per noi non familiari ed è questa la ragione che ci fa optare a rimanere nella "comfort zone" per essere certi di evitarli. Lo studioso si sofferma su tre tipologie di persone che rispondono in modo diverso di fronte ai propri errori: quelli che sbagliano una volta e imparano dall'errore così da non commettere, in una situazione analoga, ulteriori sbagli nel futuro; quelli che commettono un errore una volta e restano talmente traumatizzati da non volerne più sapere; quelli che commettono lo stesso tipo di errore ripetutamente, senza mai imparare dalla loro esperienza. Martelli spiega che tali tipologie di soggetti possono essere riconosciute anche tra gli investitori. E distingue nei primi gli investitori di successo (di solito gli istituzionali), i quali in una fase iniziale possono anche sbagliare, ma imparano dai propri errori e di conseguenza modificano il proprio comportamento. Alla seconda tipologia accosta gli investitori *retail*, coloro che decidono di entrare seguendo la tendenza dei mercati del momento e, dopo il primo crollo, restano talmente traumatizzati da voler uscire, determinati a non investire mai più per tutto il resto della loro vita. Ma quando la percezione negativa di questa esperienza si attenua con il passare del tempo, questi soggetti, spiega Martelli, sono portati a compiere gli stessi errori del passato. I terzi sono gli investitori che commettono errori sul mercato in maniera sistematica, senza mai imparare dai propri sbagli. Non solo: «molte volte sono

convinti addirittura di essere degli investitori di successo. Per questi investitori un aiuto esterno (ad esempio, di un consulente) è indispensabile» (N Linciano & Soccorso, 2017). Oggi ci sono diversi strumenti per l'apprendimento esperienziale (giochi, simulazioni, *role play*, ...), anche in campo finanziario. Martelli spiega che «le simulazioni sono oramai riconosciute e condivise come metodologie efficaci di insegnamento, grazie al coinvolgimento attivo che i partecipanti hanno nel processo di apprendimento e il loro impiego è sempre più diffuso».

L'articolo riporta alcune caratteristiche che una simulazione ben ideata dovrebbe possedere, quali l'attenzione nella scelta della tematica da simulare. Martelli sottolinea che ci sono tematiche che si prestano meglio di altre alla simulazione: se favoriscono il decentramento (farci vedere il mondo attraverso gli occhi degli altri) o l'attività multitasking, o la comprensione in prima persona del funzionamento di un sistema; di fare emergere la presenza di dissonanze cognitive nei partecipanti. Altra caratteristica è che la simulazione non deve essere necessariamente un'esatta replica della realtà ed evitare la presenza di troppi dettagli e particolari può talvolta sovraccaricare il cervello di informazioni, distogliendo in questo modo l'attenzione dei partecipanti dal vero obiettivo della simulazione. È inoltre importante responsabilizzare i partecipanti delle proprie azioni, anche evitando di creare situazioni che inducano a dare troppo peso alla fortuna. E infine la caratteristica di sviluppare un appropriato modello di valutazione delle performance, prevedendo anche modelli di tipo più qualitativo (N Linciano & Soccorso, 2017).

Possiamo dire, con le parole di Martelli, che oggi le neuroscienze permettono una conoscenza più puntuale delle dinamiche legate all'apprendimento e in particolare dei fattori che spingono la mente a trattenere l'informazione ricevuta, anziché scordarla dopo breve tempo, associata all'utilizzo delle modalità di apprendere tramite l'esperienza (e non solo di comunicazione frontale, come invece oggi accade molto spesso nella realtà), ne consegue che «le iniziative potrebbero risultare più efficaci, accrescendo la *financial literacy* dei partecipanti più rapidamente rispetto alle iniziative tradizionali» (N Linciano & Soccorso, 2017).

Si rende necessaria dunque la formazione alla cittadinanza finanziaria da parte del sistema d'Istruzione attraverso una metodologia didattica innovativa, che metta il soggetto in situazione di apprendimento significativo ponendo attenzione ai processi che mette in atto, appropriandosi di strategie meta-riflessive (ad esempio la tecnica

metacognitiva del *Think aloud*, il pensare ad alta voce per guidare i passaggi che portano ad apprendere) , pervenendo alla consapevolezza di come reagiamo di fronte alle difficoltà, agli errori e di come gestiamo la complessità delle informazioni.

A questo punto c'è da fare un distinguo tra educazione e alfabetizzazione finanziaria, spesso erroneamente ritenuti sinonimi.

In ambito finanziario, viene definita **educazione finanziaria** «il processo attraverso il quale gli investitori migliorano la propria capacità di comprensione dei concetti e dei prodotti finanziari tramite l'informazione, l'istruzione e/o i consigli, con l'obiettivo di sviluppare le competenze e le abilità per diventare più consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare delle scelte più ponderate, per sapere dove andare per chiedere aiuto e per adottare altre azioni efficaci al fine di migliorare il proprio benessere finanziario» (OECD, 2005). Con la recente dir. 2014/17/UE «sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali », per la prima volta un atto normativo dell'Unione europea ha imposto agli Stati membri di promuovere misure volte a favorire l'educazione finanziaria dei consumatori (art. 6, comma 1°). Nell'articolo "L'educazione finanziaria e la direttiva 2014/17/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali)" di Francesco Paolo Patti, il focus sul consumatore è facilmente trasferibile al focus sull'investitore: in entrambi i casi, le indicazioni sull'educazione finanziaria hanno lo stesso peso. Gli studi sulla valutazione dei comportamenti dei consumatori/investitori, mettono in luce la questione dell'interazione tra forze del mercato e psicologia dei consumatori in cui si evince che i venditori mediante un accurato *drafting* contrattuale sono in grado di sfruttare i sistematici errori cognitivi dei consumatori inducendoli a stipulare un contratto a condizioni soltanto apparentemente favorevoli (Patti). In quest'ottica, [...] la strategia di ridurre l'asimmetria informativa mediante la previsione di obblighi informativi può in molti casi risultare insufficiente. Il consumatore potrebbe infatti non riuscire a orientarsi tra le tante informazioni ricevute o non comprenderne a pieno il contenuto, nonostante il rispetto delle regole relative alla trasparenza. Secondo Patti, oltre alle informazioni precontrattuali, occorre aumentare il bagaglio di conoscenza del contraente debole, soprattutto in un settore delicato come quello dei servizi finanziari, in cui spesso risulta difficile compiere delle valutazioni a lungo termine riguardo ai

rischi connessi alla stipula di un contratto» (Patti, 2014) – sia esso di investimento immobiliare o di investimento su prodotti finanziari.

Per **alfabetizzazione finanziaria**, invece, si intende la capacità di gestire le risorse finanziarie grazie alle conoscenze acquisite dall'educazione finanziaria; più propriamente, essa è l'insieme di diversi fattori: conoscenza e comprensione dei concetti e dei rischi finanziari; le competenze, la motivazione e la sicurezza nell'applicare tale conoscenza e comprensione al fine di prendere decisioni efficaci in una serie di contesti finanziari, per migliorare il benessere finanziario delle persone e della società e per consentire la partecipazione alla vita economica (Council, Linguistic, Control, Service, & Education, 2012)

Le due definizioni, quindi, sono strettamente collegate poiché possono essere viste come fasi diverse di uno stesso processo. Se consideriamo l'attività di investimento come un unico processo costituito da due fasi, vi è una prima fase in cui l'individuo si informa, studia e conosce i vari aspetti del mercato e in una seconda fase decide come allocare le proprie risorse grazie alle conoscenze acquisite nella prima fase.

Purtroppo, le evidenze empiriche dimostrano che attualmente, il livello italiano di alfabetizzazione finanziaria negli adulti è molto più basso della media europea. Come riporta un report della Banca d'Italia di giugno 2018, il punteggio di conoscenza finanziaria della popolazione italiana adulta è in media di 3,5 su un massimo di 7 punti, rispetto a una media G20 di 4,3. Gli intervistati che hanno raggiunto un punteggio obiettivo minimo (5 o più, secondo la metodologia OCSE) è leggermente superiore al 30% rispetto alla media del G20 del 48%. Gli Italiani sono generalmente inconsapevoli dei vantaggi della diversificazione del portafoglio. Inoltre, è al di sotto del 50% la percentuale di intervistati capace di calcolare un tasso di interesse semplice (Cecioni, Ferrero, & Secchi, 2011). Tuttavia, questo basso livello di alfabetizzazione finanziaria non è direttamente proporzionale alla semplicità degli strumenti finanziari in cui "l'italiano adulto" investe, ma piuttosto vi sono evidenze empiriche di come prodotti finanziari a elevata complessità siano largamente diffusi. Questo è probabilmente collegato al fatto che, mediamente, la scarsa alfabetizzazione finanziaria in Italia non sia effettivamente percepita. Consob evidenzia che «la relazione tra conoscenze effettive e conoscenze percepite presenta un disallineamento all'incirca nel 40% dei casi, che (soprattutto rispetto alle nozioni più sofisticate) si traduce prevalentemente in una

sopravvalutazione della propria *literacy*. In particolare, il 36% degli intervistati afferma di sapere cosa sia il rischio di mercato, ma non è in grado di definirlo correttamente; tale percentuale scende al 28% e al 27% quando si fa riferimento, rispettivamente, al rischio di liquidità e al rischio di credito»(Consob, 2010).

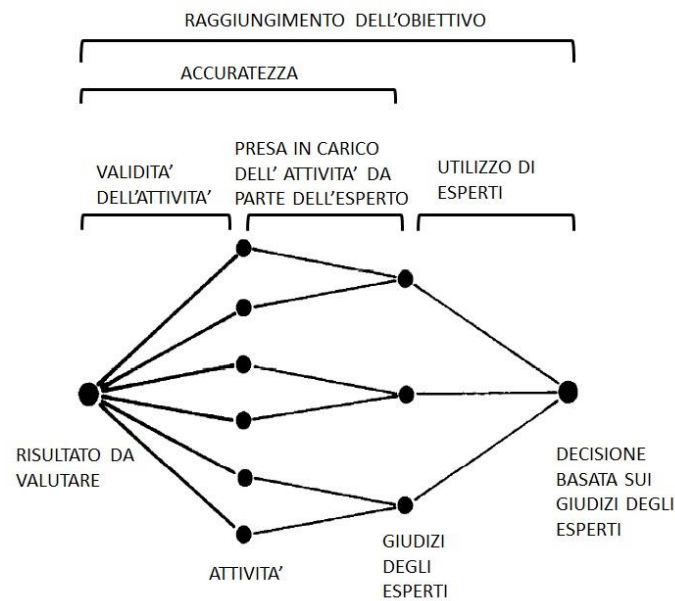
Riconducendoci quindi al concetto di *overload*, ecco spiegato perché questo possa manifestarsi negli investitori: processi decisionali che coinvolgono prodotti finanziari complessi e che richiedono conoscenze specifiche, sono intrapresi da soggetti non sufficientemente alfabetizzati in materia. Un rimedio, quindi, è l'innalzamento del livello di educazione finanziaria tra gli investitori, che comporterebbe una crescita della conoscenza necessaria per prendere decisioni accurate, dando prova di possedere un livello di alfabetizzazione finanziaria adeguato.

Il problema di un basso livello di educazione finanziaria era stato preso in considerazione anche dal Governo italiano nel 2017, a dimostrazione di come esso sia di estrema importanza. L'articolo 24-bis del decreto-legge n. 237 del 26 dicembre 2016, «reca misure ed interventi intesi a sviluppare l'educazione finanziaria, previdenziale ed assicurativa. Viene allo scopo prevista l'adozione, da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministero dell'istruzione dell'università e della ricerca, di un programma per una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale». Nell'Atto di Governo è possibile apprendere che le misure sono previste sia per i giovani sia per gli adulti: «A favore della generalità della popolazione è prevista l'adozione di campagne di sensibilizzazione e di informazione che si avvarrà di strumenti pubblicitari e di spazi sui mezzi di comunicazione di massa e sui social media[...] In favore dei giovani si prevede la promozione di iniziative di educazione finanziaria nelle scuole, in collaborazione con il MIUR» (Comitato, 2017).

Come terzo fattore abbiamo indicato una persona che, tramite le sue conoscenze e la sua esperienza, è in grado di semplificare il problema e aiutare nella soluzione di esso. La letteratura evidenzia infatti che davanti a decisioni complesse che generano *overload*, un individuo può affidarsi al consiglio di uno o più esperti per prendere una decisione. Il problema verrà scomposto in più problemi più semplici e ogni esperto darà il proprio consiglio in merito ad un problema. (Brehmer & Hagafors, 1986)

L'immagine riassume il concetto di "*staff decision making*":

Figura 2.4 Processo decisionale con più esperti



Fonte: The general SIT paradigm for the study of staff decision making (Brehmer & Hagafors, 1986)

La figura 2.4 illustra un caso piuttosto semplice di un processo che richiede l'utilizzo di sei attività. Il decisore ha tre esperti che lo affiancano nella scelta. Ogni esperto si prende cura di due attività e formula un giudizio. Pertanto, l'attività degli esperti riduce il compito del decisore da sei attività a tre.

Declinando l'idea nel mondo finanziario, l'investitore si trova di fronte diverse opzioni che deve accuratamente valutare e ciascuna richiede un carico cognitivo piuttosto elevato, soprattutto per la complessità degli argomenti; se il decisore non ha a propria disposizione un ottimo bagaglio di educazione finanziaria, sicuramente avrà difficoltà a comprendere tutta l'informazione. Per fronteggiare il problema, un'alternativa è affidarsi ad un consulente finanziario. Come si evince dalla letteratura, vi sono prove a sostegno della conclusione che gli esperti finanziari, come quelli di altri settori, sembrano avere una quantità superiore di conoscenza ben organizzata che consente loro di superare in genere soggetti meno esperti su compiti come l'individuazione dei problemi. (Anderson & Anderson, 1988). Questo deriva anche dal fatto che l'esperto è in grado di massimizzare l'efficacia nella ricerca della soluzione al problema e la differenza con il soggetto non esperto deriva proprio dall'allocazione delle risorse cognitive: davanti a una cospicua mole di informazioni l'esperto è in grado di riconoscere su quali convenga focalizzarsi. Così facendo, con un minor quantitativo di informazioni, è in grado di risolvere lo stesso problema che si pone per il non esperto perché evita di entrare in *overload*.

È già stato dimostrato su precedenti studi che un *advisor*, quando deve trasferire le informazioni al cliente, sceglie quali comunicare e queste saranno sempre meno di tutte quelle che lui stesso ha preso in considerazione. (Jonas & Frey, 2003). Ciò avviene proprio perché l'*advisor*, grazie alla sua esperienza e alle sue conoscenze, è in grado di impegnare in modo più efficiente le proprie risorse cognitive non prendendo in considerazione le informazioni superflue e riuscendo così ad evitare l'*overload*.

Inoltre, come riportato nella letteratura, l'*advisor* è in grado di migliorare l'accuratezza del cliente nel prendere decisioni anche solo perché l'affidarsi al consiglio riduce la complessità del problema che si deve affrontare (Bonaccio & Dalal, 2006).

2.5. Implicazioni teoriche nella consulenza finanziaria

Le riflessioni di Schnotz & Kürschner (2007, p. 480) possono trovare un'interessante applicazione in materia di consulenza sia per quanto riguarda l'aspetto della relazione tra competenze e complessità del compito sia, in merito alle difficoltà del compito come variabili continue in cui è determinante la calibratura del carico informativo. Da parte della figura che affianca l'investitore, occorre dimostrare la competenza sul prodotto avendo chiari contenuti e struttura informativa, ma anche essere consapevole che ogni soggetto processa i contenuti in modo diverso in rapporto alle sue conoscenze ed esperienze pregresse. Così, anche per quanto riguarda le proposte di investimenti, secondo la normativa MiFID II deve esserci un'attenzione particolare tra complessità del prodotto finanziario e grado di competenza del cliente. In ambito finanziario, infatti, un fattore importante è la natura dell'informazione stessa, come riportato da Eppler e Mengis nel loro articolo, i quali mettono in relazione i contributi di diversi studiosi: Schneider (1987) sottolinea il fatto che non è solo la quantità di informazioni che determina sovraccarico cognitivo, ma anche le caratteristiche specifiche delle informazioni (Sparrow, 1998). Tali caratteristiche sono il livello di incertezza associato alle informazioni e i livelli di ambiguità, novità, complessità e intensità (Schneider, 1987)» (Eppler & Mengis, 2004). E la complessità è il livello che assume l'aspetto di una vera e propria sfida sia per l'investitore che per chi ha interesse a promuovere l'investimento. Qui la normativa MiFID II è chiara: tra gli obiettivi prioritari vi è indubbiamente la necessità di tutelare gli investitori. Il legislatore europeo si prefigge proprio di compiere un ulteriore passaggio rispetto al passato formulando una

disciplina che garantisca la tutela del soggetto che investe fin dall'inizio: c'è un "dapprima" che richiama a intervenire in fase di progettazione, sul come i prodotti finanziari debbano essere costruiti (art. 16, paragrafo 3 e 24, paragrafo 2). Alle cosiddette Società-prodotto (*Manufacturer*), che creano, sviluppano e mettono in circolazione nuovi prodotti finanziari, viene imposto l'obbligo di concepire gli stessi per fasce di clientela, rispettando la regola che i prodotti siano coerenti con i target di riferimento e, in fase di distribuzione (art. 24, paragrafo 2), garantendo che «gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente» (Direttiva 2014/65/UE, 2014).

Questo ci fa capire che le autorità sono costantemente impegnate nel promuovere consapevolezza sui continui cambiamenti dei mercati, caratterizzati dall'evoluzione dei prodotti e degli strumenti finanziari³⁶ e dall'aumentato della gamma e tipologia degli stessi. Fa riflettere il fatto che alle condizioni critiche dei mercati provati da segnali di crescita rallentata, stagnazione, recessione, in antitesi, corrisponda velocità e varietà di immissione e circolazione di prodotti finanziari. Due condizioni antitetiche che insieme creano sentimenti altrettanto antitetici negli investitori: sfiducia, diffidenza, ma anche concitata ricerca del prodotto di investimento adeguato e propensione al rischio.

È proprio per questo che la stessa autorità garante per la trasparenza sul mercato (CONSOB) invita gli investitori ad affidarsi a figure esperte quando si tratta di prendere decisioni in materia di investimento.

Nel sito è presente una sezione in cui si parla proprio di come un consulente possa essere utile all'investitore per ridurre possibili bias comportamentali che lo possono sopraffare. In questo elaborato vi sono due specifiche sezioni in cui si fa riferimento prima all'effetto *framig*, accennato anche in questo elaborato al paragrafo 2.4, e poi all'*overload*. Per entrambi la CONSOB stessa consiglia di affidarsi a un consulente finanziario proprio per evitare che si verifichino tali effetti sull'investitore. Più specificatamente, a proposito *dell'overload*, si dice esplicitamente che un investitore potrebbe avere difficoltà a capire informazioni tecniche, derivanti spesso dalla

³⁶ A norma dell'articolo 1 lett. u) del Testo unico della finanza si definiscono prodotti finanziari gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria. La nozione di strumento finanziario è stata introdotta, per la prima volta nell'ordinamento giuridico italiano, dal d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (Decreto Eurosim) in sostituzione della definizione di valore mobiliare, non più adeguata all'evolversi dei nuovi servizi di investimento.[senza fonte] La legge prevede un'elencazione tassativa di tipologie di prodotti finanziari che possono essere considerate strumenti finanziari. In particolare, secondo l'art. 1 del d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58 sono strumenti finanziari: azioni, obbligazioni, Titoli di Stato, fondi comuni, ecc., Fonte: Wikipedia.

complessità dei prodotti, rischiando che quest'ultime risultino equivoche. Si aggiunge anche che la numerosità delle informazioni potrebbe essere «controproducente» e che quindi, combinando le due cose, venga meno la comprensione dei rischi dell'investimento nonostante vengano letti attentamente i documenti relativi all'investimento.

La sezione nel sito si chiude proprio dicendo che un consulente in questo caso può essere molto utile anche solo per il fatto di potergli rivolgere qualsiasi domanda in qualsiasi momento, permettendo così di eliminare quei bias che possono aver sopraffatto l'investitore.³⁷

Riflettendo ancora sui contributi offerti dalla letteratura, è utile soffermarsi sui concetti di carico cognitivo interno al compito (e quindi sulla naturale complessità dell'informazione che accompagna il prodotto) e il carico di lavoro estraneo attribuito al formato dell'informazione che può essere strutturata in modo inefficace (Schnotz & Kürschner, 2007), Qui l'attenzione dovrebbe essere focalizzata in fase di produzione progettazione del prodotto finanziario, in particolare all'informativa – descrizione di caratteristiche, funzionamento in termini di benefici e di rischi.

Andando poi agli effetti, è interessante considerare anche l'effetto della modalità: come, secondo gli studiosi, la presentazione di informazioni attraverso canali linguistici diversi (scritto, parlato, visivo) possa ovviare il carico cognitivo estraneo. Questo procedimento avvalorava l'importanza della figura del consulente quale mediatore dell'informazione, dove, con il termine “informazione”, si intende “mettere in forma” – in tal caso le caratteristiche salienti del prodotto finanziario avendo tenuto conto, a monte, della tipologia del cliente e, nello stesso tempo, provvedendo a “mettere in forma” il cliente, ossia renderlo consapevole per operare autonomamente la scelta di investimento.

Il riferirsi, infine, alla tipologia del carico germano, che implica la costruzione di modelli di pensiero in grado di aiutare la categorizzazione delle informazioni (evitando però eccessiva facilitazione) chiama in causa una mediazione che si avvale di tutte le informazioni rispetto alla tipologia di prodotto, alle attese della normativa, alle modalità di comunicazione.

I diversi contributi teorici suggeriscono dunque una serie di azioni da parte di diversi attori: da parte di chi produce prodotti finanziari e informative annesse; da parte di chi

³⁷ Fonte: URL: <http://www.consob.it/web/investor-education/il-percorso-per-l-investimento> Ultima consultazione 16 giugno 2019

propone – la responsabilità del consulente finanziario di competenza, di proposta e di comunicazione pertinente; da parte del sistema formativo che, in un mondo per la maggior parte regolato dall'andamento dell'economia e dei mercati, dovrebbe farsi carico di formare il cittadino che sa scegliere perché ha ricevuto l'educazione finanziaria all'interno di un percorso formativo offerto dalla scuola.

Riassumendo, possiamo affermare che l'informazione può funzionare solo se ogni componente è adeguata allo scopo: quando c'è attenzione, da parte di chi produce contenuti, a mettere in equilibrio la quantità e la qualità delle informazioni presentate (anche in termini di completezza, di chiarezza e di interattività), quando il soggetto che riceve possiede un *background* culturale tale da processare correttamente dei contenuti gestendone la complessità potendo arrivare a una decisione autonoma ponderata; quando chi comunica le informazioni lo fa in modo competente e rispettoso della libertà del proprio interlocutore di decidere, diventando quel media umano capace di empatia, di chiarezza e, soprattutto sapendo personalizzare prodotto e comunicazione in base al cliente – organizzare il materiale presentato in modo significativo, ossia coerente alle possibilità di chi riceve di agganciare le nuove informazioni alle sue conoscenze effettive (Moreno & Mayer, 2003).

Venendo, infine, alla tesi di questo elaborato, il carico cognitivo cui si farà riferimento è il carico cognitivo intrinseco. Se è vero infatti che la trasparenza informativa è aumentata con l'avvento di MiFID II, di pari passo è aumentata la quantità di informazione che l'investitore deve maneggiare e la sua complessità. Quest'ultimo, elaborando una grande mole di informazioni, rischia ad un certo punto di imbattersi nell'effetto *overload* e quindi giungere ad una decisione non accurata e non oculata.

Dunque, la natura stessa dell'informazione può essere causa di *overload*, a cui può aggiungersi un basso livello di alfabetizzazione finanziaria per cui il soggetto riscontrerà maggiori difficoltà nel comprendere determinati concetti importanti per arrivare a una decisione consapevole.

Capitolo 3. *Overload*, propensione al rischio e mediazione tramite un esperto: un caso applicato

In questo capitolo viene declinato nel concreto tutto quello che è stato trattato da un punto di vista teorico. Saranno presentate prima delle brevi sintesi della letteratura considerata fino ad ora, verranno esplicitate le ipotesi di ricerca e successivamente verrà spiegato il modo con il quale queste ipotesi sono state verificate empiricamente.

3.1. Sintesi degli aspetti teorici, ipotesi di ricerca e metodologia di lavoro

Come evidenziato dalle varie teorie considerate, *overload*, propensione al rischio e il consiglio dell'intermediario sono tre aspetti strettamente collegati tra loro.

Abbiamo visto che la teoria del carico cognitivo afferma che quando la mole di informazione è sostanziosa e complessa diventa difficile da comprendere se non si possiedono adeguate conoscenze. Questo impatta direttamente sugli atteggiamenti di fronte a situazioni rischiose; la teoria supporta, infatti, l'idea che l'avversione al rischio degli individui sia direttamente influenzata dal carico cognitivo e che soggetti più esperti saranno in grado di essere meno coinvolti da *bias* comportamentali. A supporto di tale affermazione, la letteratura precedentemente citata dimostra che la relazione tra conoscenza del task e il rischio percepito del task stesso sia monotona e inversa; ciò vuol dire che all'aumentare dell'una diminuisce l'altra. Ne deriva che, se un soggetto non esperto è affiancato da un soggetto esperto, potrebbe essere in grado di non venire sopraffatto da bias comportamentali (eccessivo ottimismo, *overconfidence*, illusione di controllo) e mantenere la stessa propensione al rischio. Le evidenze empiriche non sempre confermano tale relazione teorica, cioè la relazione inversa e monotona di rischio percepito e conoscenza.

Sono questi i presupposti alla base della scelta di effettuare un test empirico con l'obiettivo di valutare, in situazione di *overload* cognitivo, come si manifesti la propensione al rischio. Inoltre, si andrà a valutare se la presenza della *trusted source* possa attenuare un eventuale impatto. La *trusted source* vuole essere la proxy di un professionista che aiuta il cliente a prendere delle decisioni consapevoli in tema di investimento. Non essendo possibile ricorrere all'aiuto di un reale consulente, si è voluto

ricreare tramite una fonte scritta e un video una parte del possibile beneficio che l'investitore trarrebbe dal potersi consultare con un consulente vero.

Al fine di essere più analitici, cercheremo di testare le seguenti ipotesi procedendo nel seguente modo:

- 1) Verrà misurata la propensione al rischio dei soggetti quando sono sottoposti a un carico di informazioni tale da poterli indurre in *overload* e quando non lo sono.
- 2) Si valuterà poi se la presenza di una *Trusted source*, simulata tramite un video e tramite la rilettura del testo oggetto del task, possa ridurre il sovraccarico cognitivo generato.

La ricerca si pone, quindi, un obiettivo complesso, non tanto per la creazione del task in sé, ma piuttosto per l'aleatorietà dell'evento stesso. Nonostante questo, lo studio può essere considerata un primo test in un'area che, allo stato attuale, è ampiamente "fertile".

Al fine di ottenere una risposta a questi interrogativi di ricerca, è stato elaborato un questionario e pubblicato online nella piattaforma "Qualtrics".

Tale piattaforma permette di generare un link da poter distribuire indistintamente su qualsiasi dispositivo o piattaforma di condivisione (quindi da applicazioni di messaggistica a social network). Tramite il link è possibile partecipare al sondaggio per un tempo limitato; sarà la persona che ha costruito il sondaggio a decidere il momento più opportuno per chiuderlo. Nel caso specifico di questo questionario è rimasto disponibile online da lunedì 3 giugno 2019 a giovedì 6 giugno 2019.

La scelta di testare le ipotesi di ricerca sopra citate tramite un sondaggio online permette di sfruttare al massimo i canali di distribuzione; divulgarlo tramite i social network e qualsiasi altra applicazione di condivisione si presume crei una maggior variabilità nei soggetti che lo svolgono, permettendo di ottenere una risposta alle domande di ricerca più "attendibile" da un punto di vista del campione. Al contrario, se ad esempio il sondaggio fosse stato svolto in una classe di studenti, certo si sarebbero potute controllare diversamente certe variabili, ma allo stesso tempo si sarebbero ottenuti dei risultati validi solo per una specifica categoria di soggetti.

3.2. Sezioni del questionario

L'esperimento è un questionario che si compone di cinque macro blocchi, composti da più domande ciascuno:

- 1) Domande demografiche (genere, età, professione...)
- 2) Test di valutazione della propensione al rischio
- 3) Test di alfabetizzazione finanziaria
- 4) Cognitive *reflection test*
- 5) Trattamenti

Il **primo blocco** è costituito da una serie di **domande demografiche** che hanno lo scopo di delineare il profilo del soggetto che sta svolgendo il questionario. Saranno quindi di carattere puramente demografico, verrà chiesto ad esempio di indicare il genere, quanti anni si ha, se si è studenti, lavoratori o disoccupati e altre semplici domande.

Il **secondo blocco** misura la **propensione al rischio** e ha lo scopo di fungere da benchmark: viene valutata la propensione al rischio nei soggetti non in situazione di *overload*. Tra le domande successive del questionario, verrà posto invece un test che richiede maggior sforzo cognitivo in quanto più complesso, che mira a valutare la propensione al rischio di chi lo svolge. L'obiettivo, come detto precedentemente, è quello di misurare se vi è differenza di risultato tra il test benchmark e il secondo test.

Recentemente, gli studi finalizzati a testare le propensioni al rischio di un individuo in un questionario, sono stati proposti con due metodi:

- 1 chiedere il prezzo che un individuo sarebbe disposto a pagare per un ipotetico biglietto della lotteria;
- 2 chiedere agli individui di valutare se stessi su una scala di propensione al rischio, in generale o per specifici domini. (Ding, Hartog, & Sun, 2010)

Il test utilizzato per misurare la propensione al rischio è stato generato basandosi sul test "SOEP" *Socio-Economic Panel Study*. Esso è universalmente riconosciuto come test per misurare la propensione al rischio. Il test è auto valutativo e prevede che il soggetto indichi una propria stima del livello di propensione al rischio in diversi ambiti: alla guida, in attività finanziarie, in attività sportive, nel prendere decisioni lavorative, aspetti riguardanti la salute/benessere, la fiducia in una persona che non conosce e

infine sulla propria propensione al rischio in generale. La scala va da 0 a 10, in base a quanto un soggetto si sente propenso al rischio in quel determinato ambito. (Lönnqvist, Verkasalo, Walkowitz, & Wichardt, 2015) (Nicholson, Soane, Fenton-O’Creevy, & Willman, 2005)

Figura 3.1 Test SOEP di propensione al rischio.

Indica, con un valore da 0 a 10, quanto sei propenso ad assumere rischi nei seguenti ambiti. La scala va da 0 (non sono propenso ad assumere nessun rischio) a 10 (sono del tutto propenso ad assumere rischi).
Come ultima scelta, indica quanto ti senti propenso ad assumere rischi in generale

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Alla guida (correre veloce in macchina, andare in bici senza caschetto..)											
In attività finanziarie (effettuare investimenti rischiosi..)											
In attività sportive (paracadutismo, tuta alare, alpinismo..)											
Nel prendere decisioni lavorative (lasciare un posto di lavoro senza averne un altro..)											
Aspetti riguardanti la tua salute/benessere (sei fumatore, fai spesso uso di alcolici, mangi cibo non sano..)											
Riporre fiducia in una persona che non conosci											
Assumere rischi in generale											

Fonte: elaborazione propria.

Il terzo blocco è costituito dalle domande per valutare l'**alfabetizzazione finanziaria**.

Per controllare questa variabile sono state poste le domande dell'economista Annamaria Lusardi. Il test è molto importante perché permette di stabilire se c'è una correlazione tra il livello di alfabetizzazione finanziaria, l'*overload* cognitivo e il test di propensione al rischio. La letteratura è concorde nell'affermare che persone con un livello di alfabetizzazione finanziaria più basso riportano maggiori livelli di *overload*. (Agnew & Szykman, 2008). Questo deriva dal fatto che, una grossa mole di informazione complessa, genera *overload* se non si possiedono i mezzi per comprenderla.

Il test utilizzato per valutare le conoscenze prevede tre semplici domande sulla capitalizzazione degli interessi, sull'inflazione e sui fondi comuni di investimento. Le tre domande sono molto più semplici del testo costruito per l'esperimento, proprio perché quest'ultimo è stato volutamente pensato in modo tale da richiedere uno sforzo cognitivo abbastanza elevato a chi lo sostiene.

Nonostante questo, proprio per la sua diffusione, è stato scelto come controllo.

Figura 3.2 Test alfabetizzazione finanziaria.

Supponiamo che tu abbia 100 euro in un conto di risparmio, con un tasso d'interesse del 2% all'anno. Dopo cinque anni, quanto pensi di avere nel conto?

- più di 102 euro;
- esattamente 102 euro;
- meno di 102 euro;
- non so, preferisco non rispondere.

Immagina che il tasso di interesse sul tuo conto di risparmio è dell'1% all'anno e l'inflazione, invece, è del 2% all'anno. Dopo un anno, con i soldi nel conto sei in grado di acquistare:

- più di prima
- esattamente come prima
- meno di prima
- non so, preferisco non rispondere.

La seguente affermazione: "L'acquisto di una singola azione di una società di solito offre un rendimento più sicuro di un fondo comune d'investimento" è:

- vero
- falso
- non so, preferisco non rispondere.

Fonte: Elaborazione propria.

Nel quarto blocco viene invece presentato il "*cognitive reflection test*" (CRT). Questo test misura l'impulsività dei soggetti: si compone di tre domande le cui risposte sono semplici ma, allo stesso tempo, è spesso sbagliata la risposta più intuitiva. Si può dire che siano domande "ingannevoli" perché se si cede all'impulso di rispondere in maniera avventata probabilmente si commetteranno errori, ma basta qualche secondo in più di riflessione per dare la risposta corretta. Come riportato dall'articolo di Shane Frederick pubblicato nel *Journal of Economic Perspectives*, è importante misurare il CRT quando si vuole testare l'avversione al rischio. Nell'elaborato lui stesso riporta un test in cui il campione non sempre ha rispettato i principi di prospect theory. Quando ci si trova nel dominio dei guadagni, «l'high group CRT» (chi risponde in modo corretto a 3 domande su 3) è più disposto a scommettere, in particolare quando la scommessa ha un valore atteso più alto ma, più importante, anche quando non lo è. Nel dominio delle perdite invece «l'high CRT group» era meno propenso al rischio; erano più disposti ad accettare una perdita certa per evitare di giocare una scommessa con un valore atteso più negativo.

Questo non combacia del tutto con la teoria del prospetto; secondo la teoria i soggetti passeranno dall'avversione al rischio alla propensione al rischio quando la valenza di

una scommessa cambia da positiva a negativa. Anche se questo è vero per il «low CRT group», che è molto più disposto a giocare nel dominio delle perdite che nel dominio dei guadagni, non vi è alcun effetto di riflessione nell'«high CRT group». Questo risultato mostra chiaramente l'importanza di considerare le capacità cognitive nel valutare la teoria del processo decisionale. (Frederick, 2005)

Figura 3.3 *Cognitive Reflection Test*

Se 5 macchine impiegano 5 minuti per produrre 5 apparecchi, quanti minuti servirebbero a 100 macchine per costruire 100 apparecchi?

Al centro di un lago c'è una pianta di ninfee. Questa pianta raddoppia in grandezza ogni giorno. Se alla ninfea servono 48 giorni per coprire l'intero lago, quanti giorni le sono serviti per coprire solo metà lago?

Una racchetta da ping pong e una pallina costano €1.10. Se la racchetta costa €1.00 più della palla, quanto costa la palla?

Fonte: Elaborazione propria.

Infine, **l'ultimo blocco** è quello più importante: la ***choice task***.

Al fine di valutare la propensione al rischio in presenza di *overload*, sono stati generati tre trattamenti, ognuno dei quali presenta la stessa *choice task*: la scelta tra un investimento rischioso e uno non rischioso.

L'obiettivo è valutare la propensione al rischio dei partecipanti facendo loro dividere un ammontare di risorse disponibili tra i due investimenti. La scelta deve essere fatta entro un massimo di 40 secondi. Quello che cambia tra i trattamenti è:

- 1) la presenza o meno di una *trusted source* da poter consultare;
- 2) il tipo di *trusted source* offerta;

Il testo della scelta di investimento è il seguente:

“Per il tuo investimento puoi scegliere tra due diverse tipologie di titoli, che chiameremo per semplicità A e B.

Il titolo A è un titolo di debito non rischioso che garantisce un rendimento atteso percentuale di 200 punti base con volatilità implicita pari a 0.

Il titolo B è un titolo *equity* che garantisce un rendimento medio di 600 punti base e possiede una deviazione standard del 55%.

Puoi scegliere di suddividere il tuo denaro nel modo che vuoi tra i due titoli, anche scegliendone uno solo se preferisci.

In ogni caso, l'indice di correlazione tra i titoli è pari a 0 e quindi risulta pari a 0 anche la correlazione totale del portafoglio che andrai a formare.”

Il testo è volutamente pensato per generare *overload*. La letteratura è concorde sull'affermare che tra i fattori che comportano *overload* durante i processi cognitivi vi sia anche la complessità del task (Eppler & Mengis, 2004). Costruendo un testo in cui tutti i concetti sono espressi utilizzando termini tecnici, aumenta la complessità e quindi lo sforzo richiesto per la comprensione. Inoltre, tramite un pre-test eseguito in una classe di studenti magistrale di finanza, è stato possibile verificare empiricamente che un testo scritto con periodi abbastanza lunghi e contenenti termini molto tecnici genera *overload*. Per i dettagli sul test effettuato in classe, si veda l'appendice A.

Come prima esplicitato, per simulare la *trusted source* è stato inserito un video ed è stata data la possibilità di rileggere lo stesso testo.

In entrambi, quindi, la consulenza offerta non ha il fine di consigliare un'opzione piuttosto che un'altra, ma piuttosto di rendere chiari i concetti stessi.

Dalla letteratura si evince che un consulente può elargire un consiglio in più modi.

Il primo, quello più comune, è il caso in cui un consulente consiglia una specifica soluzione di fronte a più scelte. Ad esempio, un cliente deve scegliere tra tre prodotti diversi A, B o C e il consulente dice esplicitamente “scegli B”.

Il secondo tipo di consiglio è invece un consiglio su cosa non fare: quindi, riconducendoci all'esempio di prima il consulente dovrebbe dire “non scegliere il prodotto B”.

Un terzo tipo di consulenza riguarda il processo attraverso il quale viene presa la decisione.

Il consulente può fornire supporto aiutando il decisore a decidere quale processo cognitivo intraprendere per decidere. Ad esempio: “ti consiglio di decidere andando per esclusione. Valuta gli effetti negativi di ciascuna opzione e mano a mano le escludi”. Questo è un esempio chiaro di come un consulente possa indirizzare il cliente senza soffermarsi sulle alternative, ma piuttosto su come ragionare al fine di scegliere l'alternativa migliore.

Un quarto tipo di consulenza viene data esplicitando le varie caratteristiche, i vantaggi e gli svantaggi delle diverse opzioni di scelta, senza però sbilanciarsi su una di una di esse in particolare. (Dalal & Bonaccio, 2010)

Nel nostro caso è proprio quest'ultimo il criterio adottato dalla *trusted source* nel video.

Per quanto riguarda la costruzione dei due titoli, il primo è semplicemente un'obbligazione che paga un interesse certo del 2% mentre il secondo è un titolo con un rendimento medio del 6% e volatilità del 55%.

A livello di progettazione del questionario, sono stati tenuti presenti i contributi teorici che aiutano a entrare nei meccanismi che favoriscono o impediscono la comprensione delle informazioni, cercando di ricreare quel sovraccarico cognitivo che poi permetterà di valutare un eventuale cambiamento nella propensione al rischio del soggetto e un eventuale effetto del "consulente fittizio".

Per quanto riguarda la costruzione dei tre trattamenti, sono stati così elaborati:

Il **primo trattamento** è quello base. La schermata mostra la domanda sulla preferenza tra i due *titoli*, "rischioso e non rischioso", e devo scegliere in 40 secondi come preferisco allocare le risorse tra i due. Il testo che spiega le caratteristiche dei prodotti è stato volutamente scritto utilizzando termini tecnici, in modo tale che la complessità del testo generasse *overload*.

Figura 3.4 Trattamento 1

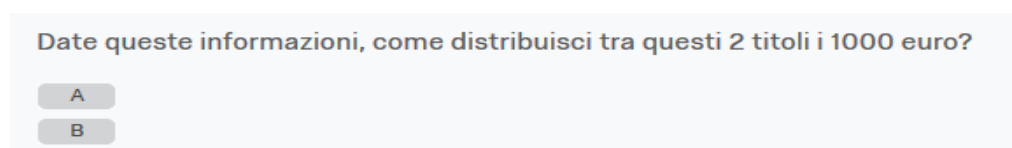
Per il tuo investimento puoi scegliere tra due diverse tipologie di titoli, che chiameremo per semplicità A e B.

Il titolo A è un titolo di debito non rischioso che garantisce un rendimento atteso percentuale di 200 punti base con volatilità implicita pari a 0.

Il titolo B è un titolo equity che garantisce un rendimento medio di 600 punti base e possiede una deviazione standard del 55%.

Puoi scegliere di suddividere il tuo denaro nel modo che vuoi tra i due titoli, anche scegliendone uno solo se preferisci.

In ogni caso, l'indice di correlazione tra i titoli è pari a 0 e quindi risulta pari a 0 anche la correlazione totale del portafoglio che andrai a formare.



Date queste informazioni, come distribuisce tra questi 2 titoli i 1000 euro?

A

B

Fonte: elaborazione propria

Il **secondo trattamento** prevede la possibilità di vedere un video in cui una docente di finanza riporterà le stesse informazioni del testo ma utilizzando termini diversi, più

semplici, in modo da ridurre il carico cognitivo. La letteratura supporta l'idea che affiancare un esperto in una *task choice* ne migliora l'accuratezza della scelta (Bonaccio & Dalal, 2006) e dice esplicitamente che questo risultato è stato già validato con Brehmer e Hagafors (1986) i quali sostenevano che basarsi su consulenti (esperti) dovrebbe aumentare la precisione nella decisione anche solo per il fatto che fare affidamento sul consiglio diminuisce la complessità della decisione complessiva (Bonaccio & Dalal, 2006)

Figura 3.5 Trattamento 2

Per il tuo investimento puoi scegliere tra due diverse tipologie di titoli, che chiameremo per semplicità A e B.

Il titolo A è un titolo di debito non rischioso che garantisce un rendimento atteso percentuale di 200 punti base con volatilità implicita pari a 0.

Il titolo B è un titolo equity che garantisce un rendimento medio di 600 punti base e possiede una deviazione standard del 55%.

Puoi scegliere di suddividere il tuo denaro nel modo che vuoi tra i due titoli, anche scegliendone uno solo se preferisci.

In ogni caso, l'indice di correlazione tra i titoli è pari a 0 e quindi risulta pari a 0 anche la correlazione totale del portafoglio che andrai a formare.

Se preferisci, prima di rispondere, hai la possibilità di consultare una fonte video. Nel video apparirà una docente esperta di finanza che vi fornirà dei chiarimenti sul testo dell'investimento.

Come distribuiresti 1000 euro tra i due prodotti?

Fonte: elaborazione propria

Il **terzo trattamento** mostra la stessa domanda, richiede di rispondere sempre in 40 secondi ma offre anche l'opportunità di poter rileggere la domanda per 25 secondi prima di rispondere.

La letteratura di riferimento afferma che l'*overload* non è solo direttamente proporzionale alla quantità di informazioni in quanto tale (cioè più cresce il numero di informazioni, più ci si avvicina all'*overload*), ma è anche direttamente proporzionale alla frequenza delle informazioni, ossia il numero di informazioni acquisite per unità di tempo. (Snowball, 1980)

Figura 3.6 Trattamento 3

Per il tuo investimento puoi scegliere tra due diverse tipologie di titoli, che chiameremo per semplicità A e B.

Il titolo A è un titolo di debito non rischioso che garantisce un rendimento atteso percentuale di 200 punti base con volatilità implicita pari a 0.

Il titolo B è un titolo equity che garantisce un rendimento medio di 600 punti base e possiede una deviazione standard del 55%.

Puoi scegliere di suddividere il tuo denaro nel modo che vuoi tra i due titoli, anche scegliendone uno solo se preferisci.

In ogni caso, l'indice di correlazione tra i titoli è pari a 0 e quindi risulta pari a 0 anche la correlazione totale del portafoglio che andrai a formare.

Se preferisci, prima di rispondere, hai la possibilità di consultare per altri n secondi il testo prima di scegliere come allocare le risorse.

Rispondo alla domanda

Rileggo il testo

Fonte: elaborazione propria

Per i due trattamenti che prevedono la *trusted source*, è prevista anche una domanda finale sulla sua utilità, nel caso sia stata utilizzata.

Nel capitolo successivo saranno mostrati i risultati ottenuti e l'analisi effettuata sugli stessi al fine di trarre le conclusioni.

Capitolo 4. Risultati dello studio empirico: analisi e inferenze

In questo capitolo analizzeremo i dati ottenuti dal sondaggio facendo un'analisi delle variabili da un punto di vista descrittivo, eseguendo dei test d'ipotesi, dei test di correlazione e, infine, una analisi multivariata. Lo scopo di queste analisi è di confermare o smentire le ipotesi di ricerca enunciate.

4.1. Analisi descrittiva dei dati

Il sondaggio è stato chiuso con un totale di 246 risposte; tuttavia sono state prese in considerazione solo quelle complete al 100%. Questa scelta è stata dettata dal fatto che il fulcro dell'esperimento erano i tre trattamenti e, su tutti i questionari, i trattamenti si trovavano al termine degli stessi. Questo ha comportato che i questionari incompleti, anche con una percentuale di completamento prossima al 90%, comunque non avessero le risposte alle domande del trattamento. I dati sono quindi stati ridotti a 191.

Una volta riorganizzati i dati, si è proceduto prima con una breve analisi descrittiva delle variabili, poi sono stati eseguiti dei test d'ipotesi per valutare se c'è differenza nella distribuzione delle variabili nei trattamenti, successivamente sono stati eseguiti dei test di correlazione al fine di affinare quanto visto nelle analisi precedenti e, per ultima, un'analisi multivariata.

Per effettuare le analisi è stato utilizzato il software "Stata", versione 14.

4.1.1. Analisi dei dati nei singoli trattamenti

Per prima cosa si sono stati analizzati, da un punto di vista descrittivo, i singoli trattamenti. Operativamente, quindi, ogni variabile descrittiva è stata intersecata con la variabile *trattamenti*.

- 1) La figura 4.1 rappresenta la distribuzione di genere femminile (1) e maschile (2) nei trattamenti. Nel primo trattamento sono 38 maschi e 28 femmine; 31 femmine e 30 maschi nel trattamento 2 e nel trattamento 3 sono 32 e 32.

Figura 4.1: Distribuzione di genere

```
. tabulate genere trattamenti
```

Indica il tuo sesso.	TRATTAMENTO 1, 2, 3			Total
	1	2	3	
1	28	31	32	91
2	38	30	32	100
Total	66	61	64	191

Fonte: elaborazione propria

- 2) Successivamente si è indagato sull'età media, massima minima e mediana dei campioni. L'età media è di circa 30 anni in tutti e tre i campioni, mentre la minima va da 18 del terzo trattamento ai 21 del primo. L'età mediana è 29 per i primi due trattamenti e 28 per il terzo. L'età massima è di 77 anni e si trova nel trattamento 2.

Figura 4.2: Distribuzione dell'età

```
. table trattamenti, c(mean età max età min età median età)
```

TRATTAMEN TO 1, 2, 3	mean(età)	max(età)	min(età)	med(età)
1	30.818182	64	21	29
2	32.557377	77	19	29
3	30.921875	65	18	28

Fonte: elaborazione propria

- 3) Per quanto riguarda invece la distribuzione in base alla *professione* i dati ottenuti sono i seguenti:

Figura 4.3: Distribuzione della professione

```
. tabulate trattamenti professione
```

TRATTAMENT O 1, 2, 3	Qual e attualmente la tua professione?			Total
	1	3	4	
1	14	50	2	66
2	10	50	1	61
3	20	40	4	64
Total	44	140	7	191

Fonte: elaborazione propria

1 corrisponde alla voce “studenti”, 3 sono “lavoratori” e 4 “disoccupati”. In tutti e 3 i trattamenti la maggior parte della popolazione è composta da lavoratori; più precisamente, gli studenti sono 20 nel trattamento 3, 10 nel trattamento 2 e 14 nel trattamento 1; i lavoratori sono 50 nel trattamento 1 e 2 e 40 nel trattamento 3; i disoccupati sono 2 nel trattamento 1, uno nel trattamento 2 e 4 nel trattamento 3.

- 4) La variabile *titolo di studio* è descritta con valore 1 nel caso di “licenza media o inferiore”, 2 per titolo di “scuola superiore” e 3 per titolo “laurea o titolo superiore”

Figura4.4: variabile *titolo di studio*

```
. tabulate trattamenti titolo_studio
```

TRATTAMENT 0 1, 2,3	Indica il titolo di studio che possiedi			Total
	1	2	3	
1	3	18	45	66
2	0	13	48	61
3	0	19	45	64
Total	3	50	138	191

Fonte :elaborazione propria

Come si vede dalla tabella, in tutti e tre i trattamenti quasi il 70% delle persone possiede un titolo di laurea o superiore; che possiedono il diploma di scuola superiore sono circa il 27% in tutti e tre i trattamenti; mentre sono solo tre le persone che possiedono solo un titolo di scuola media o inferiore e sono tutte nel trattamento 1.

- 5) Collegate alle domande di professione e titolo di studio vi erano anche delle domande che chiedevano se si fossero frequentati dei corsi di finanza o se si esercitasse una professione (o si fosse esercitata in passato) a contatto con la finanza. I risultati ottenuti sono i seguenti:

Figura 4.5: Distribuzione variabile *studio lavoro finanza*

```
. tabulate studiolavorofinanza trattamenti
```

studio/lav oro finanza	TRATTAMENTO 1, 2, 3			Total
	1	2	3	
0	38	41	42	121
1	22	14	19	55
2	6	6	3	15
Total	66	61	64	191

Fonte: elaborazione propria

La variabile è stata trasformata, partendo dalle risposte, assegnando l'evento 0 se entrambe le risposte sono negative, o se entrambe non hanno risposta o una combinazione delle due. L'evento 1 corrisponde al caso in cui si sia data risposta affermativa a una delle due domande; l'evento 2 nel caso si sia data risposta affermativa a entrambe. Come si evince dalla tabella, su un totale di 191 partecipanti, 121 non hanno né sostenuto esami di finanza, né ci lavorano a contatto. Sono solo 15, invece, i soggetti che hanno sia sostenuto esami sia ci lavorano direttamente a contatto. Più specificatamente, in tutti e tre i trattamenti più del 50% delle persone non aveva né sostenuto esami di finanza, né lavorato a contatto con essa. Sono solo 15 le persone che hanno sia avuto contatto con la finanza nel lavoro, sia a livello "accademico", e sono distribuite 6 nel primo trattamento, 6 nel secondo trattamento e 3 nel terzo. Le persone che hanno, o sostenuto degli esami di finanza, o lavorato a contatto, sono abbastanza equi distribuite tra il primo e il terzo trattamento, 22 e 19 rispettivamente, e sono 14 nel secondo.

- 6) Per quanto riguarda la distribuzione dei risultati della variabile *CRT* nei tre trattamenti, la tabella sottostante evidenzia i risultati:

Figura 4.6: distribuzione variabile CRT

. tabulate crt trattamenti

crt	trattamenti			Total
	1	2	3	
0	14	8	16	38
1	19	19	17	55
2	23	18	19	60
3	10	16	12	38
Total	66	61	64	191

Fonte: elaborazione propria

Come si può vedere i soggetti che hanno risposto correttamente a tre domande su 3 sono 10 nel primo trattamento, 16 nel secondo trattamento e 12 nel terzo. I soggetti che hanno risposto correttamente a due domande su tre sono 23 nel primo trattamento, 18 nel secondo trattamento e 19 nel terzo. Quelli che hanno risposto correttamente a solo una domanda sono: 19 nei primi due trattamenti e 17 nel terzo. Quelli che hanno sbagliato le risposte a tutte le domande, invece, sono 14 nel trattamento uno, 8 nel trattamento due e 16 nel terzo.

- 7) Per quanto riguarda le risposte alle domande di alfabetizzazione finanziaria, sono state riclassificate indicando il numero di risposte corrette.

Figura: 4.7: variabile per l'alfabetizzazione finanziaria

. tabulate TRATTAMENTO123 Lusardi

TRATTAMENTI 0 1, 2, 3	Lusardi				Total
	0	1	2	3	
1	3	13	18	32	66
2	3	6	23	29	61
3	1	9	21	33	64
Total	7	28	62	94	191

Fonte: elaborazione propria

Come riportato nella tabella, il 4% le ha sbagliate tutte, il 14% ha risposto correttamente a 1 domanda su 3, il 32% ha risposto correttamente a 2 domande su 3 e il 49% ha risposto correttamente a tutte le domande. Più precisamente, nel trattamento uno il 5% ha totalizzato zero risposte corrette su tre, circa il 19% ha totalizzato una risposta giusta su tre, il 27% due risposte giuste su tre e il 49% ha risposto correttamente a tutte le domande.

Nel trattamento due, il 5% ha sbagliato tutte le risposte, il 10% ha risposto correttamente a una domanda su tre, il 38% ha risposto correttamente a due domande su tre e il 47% non ha commesso nemmeno un errore.

Infine, nel terzo trattamento, solo una persona ha sbagliato tutte le domande, il 14% del trattamento ha risposto correttamente a una domanda su tre, il 33% ha sbagliato una sola domanda e il 52% non ha commesso errori.

Arrivati a questo punto, esaminate tutte le variabili “demografiche”, definite di controllo, si vuole analizzare come i soggetti abbiano allocato le risorse nei due titoli, (A) e (B) a seconda del trattamento a cui sono stati sottoposti. Per farlo faremo una prima indagine descrittiva attraverso il valore medio allocato nelle attività e poi proseguiremo con delle indagini più specifiche tramite test non parametrici.

- 8) Variabile *Investimento A*: rappresenta i valori che i soggetti hanno allocato sul prodotto non rischioso A; nel trattamento 1, è stata allocata una media di 660 euro, avendo a disposizione un budget di 1000. Anche nel trattamento due la media non si discosta di molto, infatti è pari a 648. Se tuttavia, del secondo trattamento consideriamo solo i soggetti che hanno guardato il video, in questo caso la media si alza di qualche unità arrivando a 654. Per quanto riguarda il terzo trattamento, la media messa in A è pari a 587 euro, e si alza a 614 se si considerano solo i soggetti che hanno deciso di rileggere il testo.
- 9) Variabile *Investimento B*: rappresenta l'ammontare di risorse che i soggetti hanno allocato sul prodotto rischioso B; nel trattamento 1, è stata allocata una media di 339 euro, avendo a disposizione un budget di 1000. Anche nel trattamento due la media non si discosta di molto, infatti è pari a 351. Se tuttavia, del secondo trattamento consideriamo solo i soggetti che hanno guardato il video, in questo caso la media si abbassa ulteriormente di qualche unità arrivando a 346. Per quanto riguarda il terzo trattamento, la media messa in A è pari a 413 euro, e si abbassa a 385 euro se si considerano solo i soggetti che hanno deciso di rileggere il testo.

Da una prima indagine, quindi, si può dedurre che mediamente i soggetti nei tre trattamenti siano stati più avversi al rischio. Inoltre, sembrerebbe che, nel caso di utilizzo della *trusted source* simulata, sia ulteriormente aumentata l'avversione al

rischio. Questa prima osservazione, derivando da un'analisi puramente descrittiva delle variabili, va approfondita tramite dei test non parametrici che studieranno la distribuzione delle variabili nei diversi trattamenti, l'analisi delle correlazioni tra le variabili e poi, successivamente, andrà fatta un'analisi inferenziale tramite delle regressioni.

4.2. Test non parametrici sulle variabili di controllo e sulle variabili di interesse

Il seguente paragrafo illustrerà dei primi test non parametrici che hanno lo scopo di valutare come si distribuiscano le diverse variabili nei tre trattamenti. Prima, infatti, è stata fatta una indagine sulle caratteristiche descrittive del campione e dei trattamenti, ora tramite questi test vogliamo capire se statisticamente le variabili si distribuiscano in modo diverso tra i trattamenti o in modo omogeneo. Essendo la variabile *trattamenti* una variabile che comprende tre possibili esiti, il test sulla mediana di wilcoxon non è utilizzabile in quanto consente di testare solo due campioni. Per questo i test che faremo saranno i test Kruskal Wallis, che non sono altro che un'estensione del test Wilcoxon in grado di confrontare più di due campioni. Vengono eseguiti test non parametrici in quanto l'utilizzo dei t-test o z-test implica che le osservazioni siano tratte da popolazioni di valori distribuiti normalmente; nel nostro caso, però, queste assunzioni non sono valide e quindi è necessario ricorrere ai test suddetti.

Il risultato migliore che ci si può aspettare da questi test è evidenziare che le variabili demografiche come "genere", "età", "professione" ... si distribuiscano allo stesso modo tra i trattamenti, mentre che i due investimenti A e B si distribuiscano in modo diverso. Se così fosse, infatti, sarebbe confermato che la differenza trovata tra i trattamenti non è data dalla composizione dei campioni, ma piuttosto dalla scelta di allocazione delle risorse.

L'esito dei seguenti test, tuttavia, non sarà del tutto vincolante per quanto riguarda l'esito complessivo della ricerca. Per approfondirli, infatti, verranno fatti anche dei test di correlazione tra le variabili che hanno lo scopo di completare l'analisi fatta finora e potrebbero evidenziare altri aspetti che si distaccano un po' dall'obiettivo principale, ma da ritenere comunque interessanti.

Infine, come ultimo step, verrà effettuata un'analisi inferenziale tramite regressioni, così da testare la significatività delle variabili nel modello.

4.2.1 Test non parametrici di Kruskal Wallis sulle variabili di controllo

Partiamo dai test sulle variabili “di controllo”, i quali ci consentono di poter affermare che non vi siano differenze tra i campioni a livello demografico.

La prima variabile testata è il *genere* e l'esito del test è il seguente

Figura 4.8: test KW *genere trattamenti*

```
. kwallis genere, by(trattamenti)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta-i	Obs	Rank Sum
1	66	6665.00
2	61	5671.00
3	64	6000.00

```

chi-squared =    0.826 with 2 d.f.
probability =    0.6616

chi-squared with ties =    1.104 with 2 d.f.
probability =    0.5758

```

Fonte: elaborazione propria

La probabilità è al di sopra del 10% e quindi i trattamenti non differiscono nella distribuzione della variabile genere.

La seconda variabile demografica testata è l'*età*:

Figura 4.9: test KW *età trattamenti*

```
. kwallis età, by(trattamenti)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta-i	Obs	Rank Sum
1	66	6255.50
2	61	6207.00
3	64	5873.50

```

chi-squared =    1.067 with 2 d.f.
probability =    0.5865

chi-squared with ties =    1.072 with 2 d.f.
probability =    0.5852

```

Fonte: elaborazione propria

L'esito del test conferma la stessa distribuzione nei tre trattamenti; possiamo quindi affermare che i trattamenti sono perfettamente comparabili per genere e età.

La terza variabile da testare è il *titolo di studio*: per questa variabile, già dall'analisi descrittiva dei trattamenti, si può immaginare vi sia uniformità di distribuzione tra i trattamenti; tuttavia il test permette di averne la conferma:

Figura 4.10: test KW *titolo_studio* trattamenti

```
. kwallis titolo_studio, by(trattamenti)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta~i	Obs	Rank Sum
1	66	6031.50
2	61	6250.50
3	64	6054.00

```

chi-squared =      1.336 with 2 d.f.
probability =      0.5127

chi-squared with ties =      2.209 with 2 d.f.
probability =      0.3314

```

Fonte: elaborazione propria

La variabile si distribuisce in modo uniforme, la probabilità è ben al di sopra del 10%.

Il test KW sulla variabile *studio/lavorofinanza*, ci permette di stabilire se la variabile che descrive i soggetti che hanno lavorato a contatto con la finanza o abbiano una formazione accademica in materia finanziaria si distribuisca allo stesso modo tra i trattamenti:

Figura 4.11: test KW *studiolavorofinanza* e trattamenti

```
. kwallis studiolavorofinanza, by(trattamenti)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta~i	Obs	Rank Sum
1	66	6700.00
2	61	5691.00
3	64	5945.00

```

chi-squared =      1.005 with 2 d.f.
probability =      0.6049

chi-squared with ties =      1.394 with 2 d.f.
probability =      0.4981

```

Fonte: elaborazione propria

Anche in questo caso il test conferma la stessa distribuzione.

Per quanto riguarda la variabile *CRT*, che descrive gli esiti ottenuti nel test, la distribuzione della variabile è la seguente:

Figura 4.12: test KW *CRT* e *trattamenti*

```
. kwallis crt, by(trattamenti)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta~i	Obs	Rank Sum
1	66	6092.50
2	61	6393.00
3	64	5850.50

```
chi-squared = 2.281 with 2 d.f.
probability = 0.3196

chi-squared with ties = 2.455 with 2 d.f.
probability = 0.2931
```

Fonte: elaborazione propria

La distribuzione è la stessa tra i tre trattamenti, infatti la probabilità è pari allo 0.29.

Per quanto riguarda invece la distribuzione della variabile che descrive l'alfabetizzazione finanziaria, il test ha confermato che la distribuzione sia omogenea.

Figura 4.13: test KW *Lusardi* e *trattamenti*

```
. kwallis Lusardi, by(trattamenti)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta~i	Obs	Rank Sum
1	66	6112.50
2	61	5861.00
3	64	6362.50

```
chi-squared = 0.492 with 2 d.f.
probability = 0.7820

chi-squared with ties = 0.583 with 2 d.f.
probability = 0.7471
```

Fonte: elaborazione propria

Appurato quindi che le principali variabili demografiche si distribuiscono allo stesso modo tra i tre trattamenti, resta da valutare se la distribuzione delle variabili dell'investimento A e B siano uguali nei tre trattamenti o diverse. Se fossero generate da

distribuzioni diverse, l'omogeneità di tutte le altre variabili permetterebbe di affermare che l'esperimento ha raggiunto il proprio obiettivo principale, cioè la TS ha impattato direttamente sulla propensione al rischio dei soggetti.

4.2.2 Test non parametrici di Kruskal Wallis sulle variabili di interesse

Per testare l'effetto della variabile degli investimenti è necessario fare una precisazione sui trattamenti.

Come precedentemente spiegato, i tre trattamenti erano così suddivisi: il trattamento uno nel quale non vi era nessuna TS da poter consultare; il trattamento due in cui il soggetto poteva scegliere se consultare una TS, simulata tramite un video, o rispondere senza usufruirne; il terzo trattamento che prevedeva anch'esso di poter rispondere senza nessun altro aiuto oppure di rileggere il testo per 20 secondi. Essendo così creati i trattamenti, ogni qual volta i soggetti sottoposti al trattamento due o tre sceglievano di rispondere alla domanda senza consultare la TS, automaticamente si trovavano di fronte lo stesso identico task presentato nel trattamento uno. Proprio per questo motivo si è scelto di eseguire il test di KW sugli investimenti in tre modi diversi: il primo prevede di eseguirlo mettendo in "input" la variabile *trattamento* originaria, cioè con i trattamenti uno, due, e tre direttamente generati da qualtrics; in output viene inserita la variabile *INV_A*.

Nel secondo metodo, invece, si propone di ripulire la variabile *trattamento* per ottenere un risultato più preciso. Per farlo, si è deciso di unire al trattamento uno anche tutti i casi in cui, nei trattamenti due e tre, il soggetto ha deciso di non consultare la TS. Avremo quindi una variabile con evento "1" se i soggetti erano stati assegnati al trattamento uno o se hanno scelto di non consultare la TS nei trattamenti due e tre; evento "2" e "3" se rispettivamente i soggetti sono assegnati al trattamento due o tre e hanno deciso di consultare la TS.

Il terzo caso prevede di mettere in "1" tutti i casi dove la TS non è stata consultata e di unire in un unico trattamento "2" quei casi in cui le TS dei trattamenti due e tre sono state sfruttate. Quest'ultima manipolazione ha l'obiettivo di dare maggior potenza ad un eventuale effetto della TS.

Per chiarire questi tre metodi di manipolazione della variabile è proposto uno schema (Tabella 4.1):

Tabella 4.1: sintesi trattamenti

<p>Trattamento uguale a quello proposto su Qualtrics:</p> <p>1) senza TS</p> <p>2) possibilità di vedere un video o rispondere direttamente</p> <p>3) possibilità di rileggere il testo per 20 secondi o rispondere direttamente</p>	<p>Trattamento:</p> <p>1) comprende il trattamento 1 originario; chi non ha visto il video del trattamento due e chi non ha riletto il testo del trattamento tre</p> <p>2) chi ha guardato il video</p> <p>3) chi ha riletto il testo</p>	<p>Trattamento:</p> <p>1)comprende il trattamento 1 originario; chi non ha visto il video del trattamento due e chi non ha riletto il testo del Trattamento tre</p> <p>2) chi ha guardato il video e chi ha riletto il testo</p>
--	---	--

Fonte: elaborazione propria

Il primo test è stato eseguito inserendo la variabile *trattamento* in input e la variabile *INV_A* in output. Questo permette di studiare come si distribuisce la variabile investimento A tra i tre campioni.

Figura 4.14: test KW *INV_A* e *trattamenti*

```
. kwallis INV_A, by(trattamenti)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta~i	Obs	Rank Sum
1	66	6586.50
2	61	6238.50
3	64	5511.00

```

chi-squared =      3.145 with 2 d.f.
probability =      0.2076

chi-squared with ties =      3.196 with 2 d.f.
probability =      0.2023

```

Fonte: elaborazione propria

L'esito del test non permette di affermare che tra i tre trattamenti vi sia una distribuzione diversa delle variabili investimento, infatti la probabilità è maggiore del 10% e quindi si rifiuta l'ipotesi di diversa distribuzione della variabile tra i tre

trattamenti. Le implicazioni del risultato sono quindi che l'effetto ricercato tramite la simulazione della TS non ha avuto l'effetto ipotizzato. Per completezza, è necessario mostrare anche il test tra le variabili *trattamento* e *INV_B*, anche se l'esito atteso è lo stesso di prima

Figura 4.15: test KW *INV_B* e *trattamenti*

```
. kwallis INV_B, by(trattamenti)

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

tratta~i	Obs	Rank Sum
1	66	6085.50
2	61	5473.50
3	64	6777.00

```
chi-squared =      3.145 with 2 d.f.
probability =      0.2076

chi-squared with ties =      3.196 with 2 d.f.
probability =      0.2023
```

Fonte: elaborazione propria

Come si può notare, anche in questo caso la probabilità è superiore al 10%, costringendoci ad accettare l'ipotesi di uguale distribuzione.

Nel secondo test la variabile *trattamento* è stata manipolata come spiegato prima. È stata generata una nuova variabile che contiene i trattamenti riclassificati. La nuova variabile è stata denominata *trat_clean123*

Figura 4.16: test KW *INV_A* e *trat_clean123*

```
. kwallis INV_A, by(trat_clean123)

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

trat~123	Obs	Rank Sum
1	147	13893.50
2	27	2880.50
3	17	1562.00

```
chi-squared = 1.209 with 2 d.f.
probability = 0.5463

chi-squared with ties = 1.229 with 2 d.f.
probability = 0.5409
```

Fonte: elaborazione propria

Anche in questo caso, il test non ha evidenziato l'effetto desiderato. La variabile si distribuisce allo stesso modo in tutti e tre i trattamenti, come evidenziato dall'alta probabilità. Anche in questo caso, per completezza, riportiamo l'esito del test con la variabile *INV_B*

Figura 4.17: test KW *INV_B* e *trat_clean123*

```
. kwallis INV_B, by(trat_clean123)

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

trat~123	Obs	Rank Sum
1	147	14330.50
2	27	2303.50
3	17	1702.00

```
chi-squared = 1.209 with 2 d.f.
probability = 0.5463

chi-squared with ties = 1.229 with 2 d.f.
probability = 0.5409
```

Fonte: elaborazione propria

Il test conferma quanto suddetto: non vi è alcuna differenza di distribuzione della variabile nei trattamenti.

Nel terzo test la variabile trattamento è stata manipolata con l'obiettivo di dare maggior risalto ai trattamenti in cui la TS, indipendentemente dal fatto che fosse il video o fosse la rilettura, fosse stata sfruttata. La nuova variabile è stata denominata *trat_1_2*

Test con variabile *INV_A* e *trat_1_2*

Figura 4.18: test KW *INV_A* e *trat_1_2*

```
. kwallis INV_A, by(trat_1_2)

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

trat_1_2	Obs	Rank Sum
1	147	13892.50
2	44	4443.50

```

chi-squared =      0.466 with 1 d.f.
probability =      0.4950

chi-squared with ties =      0.473 with 1 d.f.
probability =      0.4915

```

Fonte: elaborazione propria

Test con variabile *INV_B* e *trat_1_2*

Figura 4.19: test KW *INV_B* e *trat_1_2*

```
. kwallis INV_B, by(trat_1_2)

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

trat_1_2	Obs	Rank Sum
1	147	14331.50
2	44	4004.50

```

chi-squared =      0.466 with 1 d.f.
probability =      0.4950

chi-squared with ties =      0.473 with 1 d.f.
probability =      0.4915

```

Fonte: elaborazione propria

Anche con quest'ultima trasformazione, il test mostra omogeneità di distribuzione nei trattamenti.

I test evidenziano quindi che, nonostante una manipolazione delle variabili al fine di far emergere un possibile effetto della TS, questo non si è verificato. Purtroppo, in tutti e tre i trattamenti, la variabile si è distribuita allo stesso modo.

4.2.3. Interpretazione dei risultati e limiti dello studio

Come accennato prima, l'aleatorietà del task ha sicuramente inciso in maniera significativa sui risultati ottenuti. Essendo il rapporto cliente-consulente un rapporto che si basa sulla fiducia reciproca e sull'interazione, probabilmente non si è riusciti a elicitarne sufficientemente questo aspetto. La presenza di una TS non fisica, per quanto fosse qualificata da un punto di vista delle competenze, non ha saputo sopperire alla mancanza del rapporto personale.

Per avere conferma di questo è possibile eseguire dei test di correlazione tra variabili specifiche: ad esempio se tra le correlazioni studiate si verificasse che i soggetti che hanno guardato il video sono quelli che hanno totalizzato un punteggio più basso nel test di alfabetizzazione finanziaria, allora avrei conferma di tale ipotesi. È proprio per questo motivo che è necessario eseguire un'analisi di correlazione tra le diverse variabili per dare una spiegazione più analitica dei risultati ottenuti dai test di KW.

4.3. Test di correlazione

Una volta esaminate le variabili da un punto di vista descrittivo e la loro distribuzione nei trattamenti, è importante valutare le correlazioni che vi sono tra queste, capire se sono significative e se lo siano positivamente o negativamente, così da poter dare un'interpretazione al risultato ottenuto.

Il test di correlazione spiega la tendenza di diverse variabili a "muoversi" nella stessa direzione, in direzione opposta o in maniera indipendente. L'indice di correlazione è un numero compreso tra -1 e 1 e più si avvicina a questi valori, più le variabili sono correlate tra loro. In particolare, si può dire che, dato "r" coefficiente di correlazione, se $0.1 < |r| < 0.3$ allora la correlazione è bassa; se $0.3 < |r| < 0.5$ la correlazione è media; se $0.5 < |r| < 1$ la correlazione è forte. Il valore negativo dell'indice permette di spiegare due variabili che si muovono in senso opposto (ad esempio all'aumentare dell'una, diminuisce l'altra), il valore positivo permette di spiegare il caso in cui le variabili si muovano nella stessa direzione (aumenta/diminuisce una, aumenta/diminuisce anche l'altra)

4.3.1. Test di correlazione tra le variabili di controllo

Iniziamo con un primo test, nel quale correliamo più variabili tra loro in modo da avere una panoramica più generale. In questo test sono state valutate le correlazioni tra:

genere, età, titolo di studio, CRT, alfabetizzazione finanziaria, risk aversion generale e la risk aversion specifica per le attività finanziarie. È stato impostato un intervallo di confidenza per la significatività pari al 5%. I risultati ottenuti sono i seguenti:

Figura 4.20: correlazione tra *genere, età, titolo di studio, CRT, alfabetizzazione finanziaria*, risk aversion generale

```
. pwcorr genere età crt titolo_studio ra_generale SOEPFINANZA Lusardi, sig star(0.05)
```

	genere	età	crt	titolo_studio	ra_generale	SOEPFINANZA	Lusardi
genere	1.0000						
età	-0.0205 0.7784	1.0000					
crt	0.1814* 0.0120	0.0430 0.5545	1.0000				
titolo_studio	-0.1434* 0.0479	0.0343 0.6372	0.0810 0.2650	1.0000			
ra_generale	0.1991* 0.0058	-0.3229* 0.0000	0.0065 0.9285	-0.0345 0.6353	1.0000		
SOEPFINANZA	0.2936* 0.0000	-0.2622* 0.0002	-0.0242 0.7399	-0.1055 0.1462	0.4610* 0.0000	1.0000	
Lusardi	0.1837* 0.0110	0.2705* 0.0002	0.1719* 0.0174	0.0413 0.5710	0.0577 0.4280	0.1313 0.0703	1.0000

Fonte: elaborazione propria

Come si vede dal grafico, le correlazioni sono tutte accompagnate da un segno logico; sono correlate positivamente, infatti, le due variabili di *risk aversion*; La variabile dell'alfabetizzazione finanziaria è correlata positivamente con l'età, e un'interpretazione può essere che col crescere dell'età le persone siano più alfabetizzate finanziariamente sia per l'esperienza acquisita sia perché potrebbero aver frequentato corsi di studio inerenti alla finanza. La variabile risk aversion generale è correlata negativamente con l'età, questo significa che nel nostro campione si sono rivelati più avversi al rischio i soggetti più grandi di età.

4.3.2. Test di correlazione tra le variabili di interesse

Successivamente è importante analizzare le correlazioni che possono esserci tra certe variabili e i due investimenti, A e B. La prima correlazione che analizziamo è tra la *risk aversion finanziaria* e l'investimento B. Il risultato che mi attendo è una correlazione positiva tra le due variabili; essendo infatti B l'asset più rischioso mi aspetto che al

crescere dell'ammontare investito, cresca anche la propensione al rischio in ambito finanziario.

Figura 4.21: correlazione tra *INV_B soep finanza*

```
pwcorr INV_B SOEPFINANZA, sig star(0.05)
```

	INV_B	SOEPFINANZA
INV_B	1.0000	
SOEPFINANZA	0.2705*	1.0000
	0.0002	

Fonte: elaborazione propria

La correlazione è positiva e significativa; questo conferma quanto anticipato in ipotesi. Un'altra correlazione interessante da valutare potrebbe essere quella tra l'alfabetizzazione finanziaria e l'investimento A. Questa correlazione dovrebbe mostrarci come si sono comportati gli investitori più e meno alfabetizzati di fronte all'allocatione delle risorse in un *asset* non rischioso.

Figura 4.22: correlazione tra *INV_A e alfabetizzazione finanziaria*

```
. pwcorr Lusardi INV_A, sig star(0.05)
```

	Lusardi	INV_A
Lusardi	1.0000	
INV_A	0.1673*	1.0000
	0.0207	

Fonte: elaborazione propria

La correlazione, in questo caso, risulta essere positiva e significativa. Interpretiamo questo dato dicendo che all'aumentare dell'alfabetizzazione finanziaria, diminuisce il livello di rischio che l'investitore è disposto ad assumersi. Questo potrebbe anche essere lo specchio del periodo economico che stiamo vivendo; chi, infatti, è in grado di dare un giudizio critico e oggettivo a quello che tutti i giorni sentiamo dai media in proposito dell'andamento economico non può che essere restio dall'allocare le proprie risorse in attività volatili.

A sostegno di quest'ipotesi, è possibile confrontare tramite i test KW se l'alfabetizzazione finanziaria si distribuisca in maniera diversa tra i due investimenti. Se così fosse, confermerebbe quando ipotizzato tramite i test di correlazione: ossia che all'aumentare dell'alfabetizzazione finanziaria, aumenta l'investimento nell'asset non rischioso.

Figura 4.23: KW alfabetizzazione finanziaria e INV_A

```
. kwallis Lusardi, by(INV_A)

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

chi-squared =    27.296 with 16 d.f.
probability =     0.0383
```

Fonte: elaborazione propria

Come confermato dal test, l'alfabetizzazione finanziaria si distribuisce in maniera diversa tra i due trattamenti.

Per avvalorare ulteriormente l'ipotesi, è possibile eliminare i soggetti che hanno totalizzato un punteggio pari a 0 nel test di alfabetizzazione finanziaria, creando una nuova variabile che contiene solo i soggetti che hanno risposto correttamente almeno a una domanda su tre nel test. Correlando la nuova variabile di alfabetizzazione finanziaria con l'investimento A ci si attenderà un aumento dell'indice di correlazione, in quanto i soggetti saranno più alfabetizzati. Se la correlazione di prima era significativa, non può che rafforzare l'esito del test.

Figura 4.24: correlazione alfabetizzazione finanziaria nuova e INV_A

```
. pwcorr Lusardi INV_A, sig star(0.05)
```

	Lusardi	INV_A
Lusardi	1.0000	
INV_A	0.2489* 0.0007	1.0000

Fonte: elaborazione propria

Come si evince dal grafico, la correlazione è significativa ma soprattutto è aumentata rispetto a prima, che era significativa ma pari a 0.167. Tramite questi test abbiamo quindi appurato come chi è più alfabetizzato finanziariamente abbia preferito allocare risorse su un titolo sicuro piuttosto che rischioso.

A questo punto, possiamo ulteriormente approfondire la correlazione dell'alfabetizzazione finanziaria rispetto alle variabili *utilità del video* e *utilità della rilettura del testo*. Vogliamo guardare questa correlazione per confermare l'intento che sta a monte della scelta di guardare il video. Ricollegandosi a quanto visto nei test di KW eseguiti nel paragrafo precedente, l'effetto "trusted" non sembra sia stato elicitato con i trattamenti; tramite il test di correlazione si può meglio interpretare quel risultato.

Figura 4.25: correlazione alfabetizzazione finanziaria e utilità del video

```
. pwcorr Lusardi util_video, sig star(0.05)
```

	Lusardi	util_video
Lusardi	1.0000	
util_video	-0.4095*	1.0000
	0.0339	

Fonte: elaborazione propria

Come evidenzia la tabella, c'è una correlazione significativa e negativa tra l'utilità del guardare il video e l'alfabetizzazione finanziaria; questo risultato è, per certi versi, interessante; esso ci fa capire che i soggetti con un maggior livello di alfabetizzazione finanziaria hanno avuto meno bisogno di consultare la TS. Questo effetto è probabilmente dovuto al fatto che la TS creata non sia stata recepita come TS in quanto tale, ma piuttosto come una risorsa da sfruttare per chi non fosse esperto in ambito finanziario e non fosse riuscito a comprendere il task. La letteratura è concorde nell'affermare che i soggetti che sono più propensi a rivolgersi a una *trusted source* sono quelli che sono più alfabetizzati finanziariamente (Calcagno & Monticone, 2015). Questo conferma il fatto che, proprio perché non è stata colta la natura stessa della TS, chi è maggiormente alfabetizzato finanziariamente non ha ritenuto sensato farsi aiutare.

Le ragioni di questo sono da attribuirsi, oltre che alla poca potenza della *trusted source* creata, forse anche alla possibilità che il trattamento non sia stato sviluppato in maniera sufficientemente complicata da generare *overload*.

Per lo stesso motivo può essere interessante vedere la correlazione tra l'alfabetizzazione finanziaria e l'utilità di rileggere il testo.

Figura 4.26: correlazione alfabetizzazione finanziaria e utilità di rileggere il testo

```
. pwcorr Lusardi util_ritesto, sig star(0.05)
```

	Lusardi util_r~o	
Lusardi	1.0000	
util_ritesto	0.6345*	1.0000
	0.0148	

Fonte: elaborazione propria

In questo caso, diversamente da prima, la correlazione è positiva. Il forte impatto, tuttavia, è da attribuirsi probabilmente alla scarsa numerosità di soggetti che hanno scelto di rileggere il testo.

Figura 4.27: distribuzione soggetti che hanno riletto il testo

```
. tab util_ritesto
```

util_ritest o	Freq.	Percent	Cum.
1	4	28.57	28.57
2	1	7.14	35.71
3	5	35.71	71.43
4	2	14.29	85.71
6	2	14.29	100.00
Total	14	100.00	

Fonte: elaborazione propria

Come si evince dalla tabella, solo 14 persone hanno deciso di rileggere il testo proposto, rispetto al 40% dei soggetti che hanno invece guardato il video.

Entrando ancora più nello specifico, è possibile interrogarsi su quali siano i soggetti che hanno utilizzato maggiormente il video; analizzando la correlazione tra l'utilità del video e l'età si può cercare di capire se possa esserci implicitamente una misura di fiducia riposta nella *trusted source*.

Figura 4.28: correlazione età e utilità del video

```
. pwcorr util_video età, sig star(0.05)
```

	util_v~o	età
util_video	1.0000	
età	-0.3975*	1.0000
	0.0401	

Fonte: elaborazione propria

Il test mostra la presenza di una correlazione negativa tra le due variabili; ci sta quindi dicendo che all'aumentare dell'età dei soggetti, diminuisce il livello di utilità riscontrata nel guardare il video. Un'interpretazione valida può essere una possibile diffidenza dal ricevere consiglio tramite un computer

Oltretutto, la probabilità associata è inferiore all'intervallo di confidenza del 5%, rendendo la correlazione significativa.

Questo test si affianca e in qualche modo avvalora anche quanto osservato dai test non parametrici di K.W che vedevano la variabile *trattamenti* distribuirsi in modo identico. Se prima avevamo dedotto da questo test la mancanza di effetto della *trusted source*, questo test ci sta dicendo che i soggetti più hanno un'età avanzata più non hanno ritenuto la fonte affidabile in quanto ne hanno fatto meno uso. Probabilmente, l'averla presentata tramite un video e soprattutto in rete ha innescato in loro ancor più diffidenza³⁸.

Tali risultati verranno ulteriormente approfonditi nel prossimo paragrafo tramite un'analisi inferenziale.

4.4. Analisi multivariata

Alla luce di quanto emerso dai test precedenti, diventa importante valutare tramite delle regressioni come impattino le diverse variabili sull'investimento. È emerso infatti che, mentre risulta non significativo il tipo di trattamento, una variabile molto significativa sia l'alfabetizzazione finanziaria. Questo risultato è di per sé piuttosto sorprendente; la

³⁸ È stato anche eseguito il test di correlazione tra l'utilità di rileggere il testo e l'età, in questo caso la correlazione non è statisticamente significativa. Questo rafforza quanto evidenziato dal test di correlazione sull'utilità del video è l'età

variabile che misura l'alfabetizzazione finanziaria è costruita su delle risposte piuttosto semplici ma nonostante questo il modello la recepisce come ben predittiva. Può essere interessante, quindi, studiare tramite delle regressioni gli effetti che hanno queste due variabili, alfabetizzazione finanziaria e trattamento, sugli investimenti.

Introduciamo i test spiegando che una regressione OLS, in generale, serve per studiare l'impatto delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente. Questa tipologia di analisi statistica risulta molto efficace per quantificare, oltre al singolo indice di correlazione, la predisposizione a variare di una determinata variabile rispetto a tutte le altre.

La prima cosa da guardare sono i coefficienti ottenuti e la loro significatività statistica. Successivamente è importante osservare è la statistica F; il suo valore si ottiene partendo dal rapporto tra i sum of square (SS) e i gradi di libertà. Questo rapporto permette di ottenere i MS, i quali messi a rapporto permettono di ottenere il valore di F. Se la probabilità della statistica F è inferiore a un intervallo di confidenza fissato si ritiene il modello sia statisticamente significativo, ciò vuol dire che è in grado di spiegare la variabile dipendente.

Il primo test di regressione è stato eseguito inserendo come variabile dipendente *INV_A*, ossia l'asset non rischioso e come variabili indipendenti "età", "genere", "crt", avversione al rischio finanziaria e alfabetizzazione finanziaria.

La regressione ha prodotto il seguente esito:

Figura 4.29: regressione lineare con variabile dipendente *INV_A* e come variabili indipendenti trattamenti, età, genere, crt, avversione al rischio finanziaria e alfabetizzazione finanziaria.

```
. regress INV_A trattamenti genere età crt SOEPFINANZA Lusardi, tsscons
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	191
				F(6, 184)	=	5.69
Model	1697136.16	6	282856.026	Prob > F	=	0.0000
Residual	9152109.91	184	49739.7278	R-squared	=	0.1564
				Adj R-squared	=	0.1289
Total	10849246.1	190	57101.2951	Root MSE	=	223.02

INV_A	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
trattamenti	-34.70957	19.68621	-1.76	0.080	-73.5493 4.130154
genere	15.20721	34.86321	0.44	0.663	-53.57584 83.99026
età	3.600021	1.831706	1.97	0.051	-.0138269 7.213868
crt	-21.53282	16.29359	-1.32	0.188	-53.67911 10.61346
SOEPFINANZA	-24.11675	6.825481	-3.53	0.001	-37.58302 -10.65048
Lusardi	51.24694	20.87507	2.45	0.015	10.06166 92.43222
_cons	563.4754	89.44172	6.30	0.000	387.0122 739.9386

Fonte: elaborazione propria

I coefficienti di correlazione delle variabili indipendenti spiegano tutti in modo logico i comportamenti delle variabili indipendenti in relazione alla variabile dipendente; i regressori statisticamente significativi sono, considerando un intervallo del 10%, la variabile trattamenti, l'età, la propensione al rischio finanziario e l'alfabetizzazione finanziaria. I coefficienti hanno tutti il segno che ci si aspettava: la variabile trattamenti è correlata negativamente con l'asset non rischioso; la variabile "soep finanza" è correlata negativamente, a dimostrazione che all'aumentare di quest'ultima diminuisca l'ammontare investito nell'attività non rischiosa; la variabile che esprime il livello di alfabetizzazione finanziaria è correlata positivamente, a conferma di quanto avevamo individuato con i test precedenti, ossia che all'aumentare dell'alfabetizzazione nei soggetti diminuisce la propensione ad investire in un titolo rischioso.

Successivamente a questa regressione si è provato a eseguirne una seconda, utilizzando un *dataset* un po' più pulito. Si è utilizzato infatti la variabile "Lusardi", senza i valori pari a 0, ossia quelle persone che nel test avevano risposto sbagliato a tutte le domande, dimostrando un livello molto basso di alfabetizzazione finanziaria. Questa regressione è stata svolta successivamente a quella precedente in quanto è sempre meglio procedere da un criterio più generale a uno più particolare quando si fa un'analisi dei dati. Se prima infatti si è tenuta la variabile *Lusardi* originaria, ora si è provato a migliorare la regressione con questa nuova variabile.

Figura 4.30: regressione lineare con variabile dipendente *INV_A* e come variabili indipendenti trattamenti, età, genere, crt, avversione al rischio finanziaria e alfabetizzazione finanziaria.

```
. regress INV_A trattamenti genere età crt SOEPFINANZA Lusardi, tascons
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	184
Model	1826805.59	6	304467.598	F(6, 177)	=	6.17
Residual	8740393.87	177	49380.7563	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.1729
				Adj R-squared	=	0.1448
Total	10567199.5	183	57744.2593	Root MSE	=	222.22

INV_A	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
trattamenti	-28.26147	19.90789	-1.42	0.157	-67.54883 11.02589
genere	17.97235	35.34675	0.51	0.612	-51.78296 87.72765
età	3.484152	1.840845	1.89	0.060	-.1486775 7.116981
crt	-22.52578	16.44926	-1.37	0.173	-54.98769 9.936129
SOEPFINANZA	-22.40635	6.88724	-3.25	0.001	-35.99802 -8.814673
Lusardi	77.15185	24.01108	3.21	0.002	29.76701 124.5367
_cons	478.9455	94.66731	5.06	0.000	292.1236 665.7674

Fonte: elaborazione propria

Analizzando i coefficienti si nota subito che aver eliminato i soggetti con alfabetizzazione finanziaria pari a 0 ha fatto sì che la correlazione tra la variabile “Lusardi” e “INV_A” sia diventata più forte; l’indice di correlazione è passato da 51 a 77 e la probabilità associata alla significatività si è abbassata ulteriormente.

Oltre a questo, merita anche attenzione il fatto che manipolando la variabile “Lusardi” si sia persa la significatività della variabile “trattamento”. Questo risultato merita attenzione perché ci sta confermando quanto era apparso dai test eseguiti prima dell’analisi inferenziale. Se infatti una prima regressione aveva fatto pensare a una significatività dei trattamenti sull’investimento, tramite la manipolazione dei dati, a scopo di renderli più precisi, si è potuto confermare come l’effetto del trattamento non sia stato percepito e piuttosto come questa variabile di alfabetizzazione finanziaria, nonostante sia costruita partendo da delle domande molto semplici, impatti in maniera così significativa su questo esperimento.

5. Conclusioni

Alla luce del fatto che il mercato è fortemente regolato e quindi abbondantemente appesantito di informazioni, è la normativa stessa a imporre un nuovo ruolo al consulente: rappresenta la via attraverso la quale l'informazione passa dal regolatore all'investitore in una relazione di responsabilità e di fiducia basata su obblighi di competenza e di trasparenza delle proposte e dei costi. È proprio per questo nuovo ruolo che è lecito chiedersi se la figura dell'intermediario diventi non solo un intermediario di scelte finanziarie ma anche di comprensione e costruzione della scelta. Partendo da questa considerazione, nel capitolo 1 è stato delineato il contesto normativo in cui la ricerca si sviluppa, approfondendo nel dettaglio la normativa di riferimento. Successivamente è stata esaminata tutta la letteratura che evidenzia i comportamenti dell'uomo, dall'*overload* informativo alla propensione al rischio, per costruire un contesto in cui la presenza di una fonte informativa affidabile (*trusted source - TS*) potesse giocare un ruolo. Come hanno evidenziato i risultati della ricerca, l'ipotesi principale non è stata supportata dai dati anche se sono state trovate altre evidenze molto interessanti. Più precisamente, la parte empirica della ricerca ha evidenziato come non si sia dimostrato efficace l'effetto della TS sui soggetti. Essa è stata interpretata più come una risorsa a cui affidarsi quando mancano conoscenze di base per affrontare una scelta di investimento, piuttosto che come una "*trusted source*" in quanto tale. La conferma di questo deriva dalla letteratura che afferma come le persone più preparate a livello di alfabetizzazione finanziaria siano le stesse che si affidano maggiormente a una TS.

Questa eventualità era stata presa in considerazione nel momento in cui si era deciso di affrontare questo tema di ricerca, infatti è da ritenersi comunque un risultato l'aver verificato che la simulazione di un consulente non può prescindere dalla sua dimensione più naturale: l'interazione con il cliente. Questo può essere un punto di partenza anche per ricerche future, nelle quali non si dovrà fare a meno di trascurare questo aspetto.

Quello che invece è emerso in maniera piuttosto evidente è che i soggetti più alfabetizzati finanziariamente siano anche molto avversi al rischio. Questo risultato può essere sicuramente interpretato come riflesso del periodo economico che stiamo vivendo. Nel primo capitolo della tesi abbiamo mostrato come la normativa Mifid II sia stata concepita proprio per rimediare a delle situazioni che la crisi economica del 2008

aveva fatto emergere; quello che abbiamo constatato è che forse, nonostante l'apparato normativo abbia fatto notevoli passi in avanti a favore della tutela dell'investitore e del libero scambio sul mercato, non sia cresciuta di pari passo anche la consapevolezza degli investitori, inclusi quelli più alfabetizzati. La ridotta propensione al rischio potrebbe essere un sintomo di paura e di diffidenza: da una parte la paura che forse è riconducibile ancora a quella che Vitale ha definito "crisi di proporzioni gigantesche" (Vitale.2010, p. 32) da cui non si è mai usciti del tutto e che, allo stesso tempo, può essere ancora causa di mancati guadagni sul mercato; dall'altra la diffidenza: quel non saper vedere, da parte dell'investitore, che dentro la normativa ci sono le persone, persone competenti che possono essere determinanti nell'accompagnamento alla scelta migliore. Forse, aiutati dalla nuova Direttiva che mostra il passaggio dalla trasparenza alla fiducia eliminando quasi del tutto il conflitto di interesse, sarebbe il momento di dissequestrare queste figure dalla bolla di diffidenza e recuperare l'idea del "mentore", il personaggio che la mitologia greca ci consegna come colui di cui ci si può fidare: nell'Odissea, il mentore è l'uomo di Itaca al quale Ulisse affida il figlioletto Telemaco prima di partire per la guerra di Troia. Così affidare la scelta di un investimento, che può essere anche il risparmio di una vita, chiede di dare uno spazio di riconoscimento al consulente come colui che sa e sa prendersi cura con saggezza di quanto gli viene affidato.

Appendice A

La raccolta dei dati si è svolta tramite la somministrazione di un questionario.

A livello metodologico, sono stati definiti l'obiettivo conoscitivo, la popolazione target e la modalità di scrittura e di somministrazione del questionario.

L'obiettivo è la presenza di *cognitive overload*; la popolazione target è costituita da una classe di studenti dell'Università Ca' Foscari di Venezia; infine, per la scrittura e la somministrazione del questionario, è stata utilizzata "Qualtrics", una piattaforma online che permette di costruire e pubblicare questionari.

L'esperimento prevede che ciascun partecipante legga due testi e successivamente risponda alle domande del questionario.

Per misurare la presenza di *overload*, sono stati scelti due argomenti differenti: uno per il quale ci fosse alta probabilità che la popolazione target non avesse esperienza e quindi ignorasse, un altro in cui, al contrario, la popolazione target potesse essere ferrata. Tali argomenti sono stati proposti ai partecipanti all'esperimento sotto forma di testo scritto la cui lettura è stata prevista contestualmente alla somministrazione del questionario.

Il primo argomento scelto è stato un *topic* di tipo finanziario, che tratta alcuni degli elementi che un investitore deve tener conto quando decide di inserire o rimuovere un titolo in un portafoglio. Il secondo argomento, invece, è più legato all'esperienza comune e riguarda le caratteristiche dei componenti di un orologio al quarzo e il suo funzionamento.

Ciascuno dei due argomenti è stato esposto mediante un testo declinato in due diverse versioni: *unloaded* e *loaded*. La versione *unloaded* prevedeva di fornire al lettore solo le informazioni strettamente necessarie per capire l'argomento, la versione *loaded* prevedeva che le stesse informazioni venissero comunicate al lettore utilizzando una sintassi più complessa e periodi molto più lunghi.

Si sono ottenuti quindi quattro testi in totale: il "testo finanziario" nella versione *loaded* e *unloaded* e il "testo dell'orologio" nella versione *loaded* e *unloaded*.

Il questionario è stato così disegnato: una breve introduzione per invitare i partecipanti alla compilazione del questionario, due domande di comprensione dei testi, utili alla verifica immediata di presenza di *overload*, tre domande a carattere demografico, che avevano lo scopo di delineare il profilo dell'utente, quattro domande che compongono il *cognitive reflection test* (Shane Frederick, 2005) e permettevano di avere informazioni

sulle capacità di attenzione degli utenti, le cosiddette “*big five*” che delineavano un profilo più personale e infine due domande che misuravano la propensione al rischio.

Le domande sono elencate nella seguente tabella.

Tabella A.1

<p>Introduzione</p>	<p>Al fine di supportare empiricamente alcuni aspetti teorici riguardanti l'efficacia comunicativa, vi chiedo gentilmente di svolgere il seguente test.</p> <p>Esso si compone di due brevi testi e di due domande di comprensione degli stessi.</p> <p>Successivamente vi sarà chiesto di rispondere a semplici domande di carattere demografico.</p>
<p>Comprensione dei testi finanza (L e U); orologio (L E U)</p>	<p>Nel momento in cui un investitore vuole modificare la propria composizione del portafoglio deve tener conto dei diversi effetti che l'aggiunta o la rimozione di determinati strumenti può provocare. Quello che maggiormente incide sulla performance del portafoglio sarà la valutazione dell'holding period di riferimento, che molto spesso verrà a dipendere da scelte strategiche effettuate dall'investitore. Infatti varierà a seconda che il titolo venga detenuto in portafoglio a scopo speculativo o a scopo strategico. Poi sarà valutata la variazione dei prezzi futuri previsti per lo strumento, il rendimento atteso previsto per quel determinato strumento, e la variazione delle strutture di dipendenza del portafoglio a seguito dell'inserimento del titolo o la rimozione di esso.</p> <p>Normalmente, quando si affronta una scelta di investimento, i primi elementi che vengono esaminati sono:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. l'orizzonte temporale 2. la volatilità dello strumento 3. il rendimento atteso 4. la diversificazione all'interno del portafoglio <p>Dal variare di ciascuno di questi elementi dipende la performance del portafoglio.</p>

L'orologio al quarzo si compone di quattro componenti principali che permettono il funzionamento:

1. Batteria di alimentazione: la batteria alimenta il circuito oscillatore.
2. stepper o motore Passo-Passo: lo stepper ha la principale funzione di ricevere segnali elettromagnetici (impulsi elettrici) dal circuito oscillatore e "trasformarli" in un movimento meccanico.
3. Circuito oscillatore: il circuito oscillatore è un elemento che come vedremo determina il funzionamento dello Stepper.
4. Capsula del cristallo di Quarzo: Si tratta di un contenitore chiuso ermeticamente in cui è contenuto un cristallo di quarzo.

Ora vediamo nel dettaglio come funziona l'orologio. La batteria alimenta il circuito oscillatore, che è un dispositivo in grado sia di generare sia di regolare segnali elettrici. Il circuito oscillatore dell'orologio al quarzo prima genera un segnale elettrico e lo invia alla capsula che contiene il quarzo facendolo vibrare. Le oscillazioni producono energia elettrica alternata e fanno sì che il segnale torni al circuito oscillatore, il quale lo regola. Il segnale regolato viene diretto allo stepper. Lo stepper è composto da una bobina e uno statore. La bobina grazie alla corrente alternata arrivata genera variazioni di campo magnetico. Lo statore ha due poli che si magnetizzano grazie alle variazioni di campo magnetico prodotte dalla bobina e, al suo interno, contiene un rotore che ruota sul proprio asse a seconda della polarizzazione dei poli. Il rotore compie mezzo giro intorno all'asse ogni volta che lo statore polarizza i poli. Il movimento del rotore mette in azione gli ingranaggi che muovono le lancette.

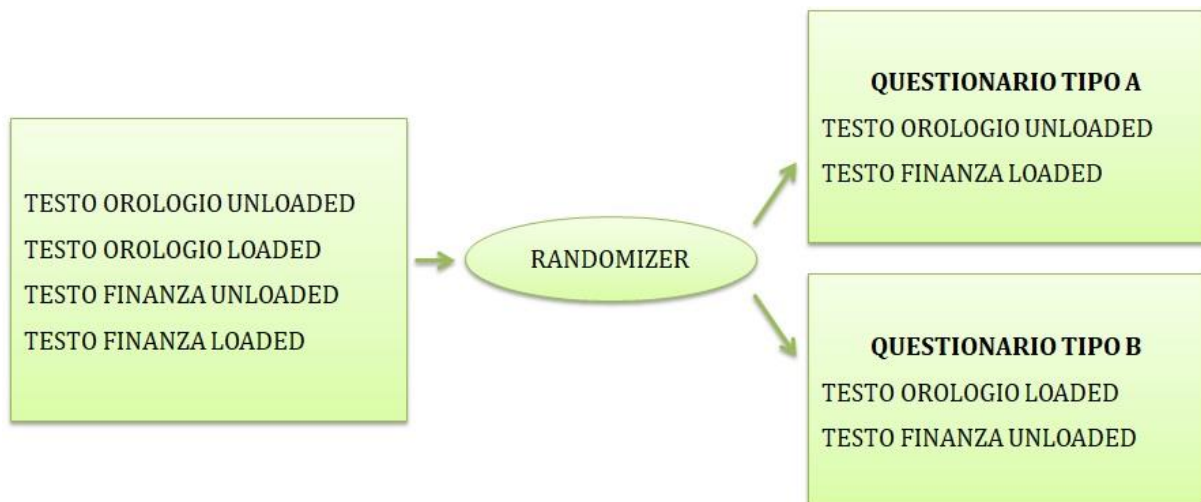
L'orologio al quarzo si compone di quattro componenti principali che permettono il funzionamento:

	<ol style="list-style-type: none"> 1. batteria di alimentazione 2. stepper o motore Passo-Passo 3. circuito oscillatore 4. capsula del cristallo di quarzo <p>Ora vediamo nel dettaglio come funziona l'orologio. La batteria alimenta il circuito oscillatore. Il circuito oscillatore fa oscillare il cristallo di quarzo. Questa vibrazione produce un segnale che torna al circuito oscillatore, viene regolato e inviato allo stepper. Lo stepper, attraverso i suoi componenti, genera il movimento degli ingranaggi dell'orologio che fanno muovere le lancette.</p>
Domande dei testi	Quali sono gli elementi principali da cui dipende maggiormente la performance di portafoglio?
	Qual è il primo fattore da considerare nella scelta di investimento?
	Quante sono le componenti principali che compongono l'orologio?
	Descrivi in massimo 5 righe il funzionamento dell'orologio al quarzo
Informazioni demografiche	Indica il tuo sesso
	Indica la tua età (in cifre)
	Negli ultimi 5 anni hai mai preso parte a qualcuna delle seguenti attività? Sono possibili più risposte.
Cognitive reflection test	Se 5 macchine impiegano 5 minuti per produrre 5 apparecchi, quanti minuti servirebbero a 100 macchine per costruire 100 apparecchi?
	Al centro di un lago c'è una pianta di ninfee. Questa pianta raddoppia in grandezza ogni giorno. Se alla ninfea servono 48 giorni per coprire l'intero lago, quanti giorni le sono serviti per coprire solo metà lago?
	Una racchetta da ping pong e una pallina costano € 1.10. Se la racchetta costa €1.00 più della palla, quanto costa la palla?
	Ti erano mai state sottoposte le domande del cognitive reflection test?

Big five	<p>Indica secondo la tua opinione quanto queste coppie di aggettivi sono adeguati a descrivere la tua personalità. Non esistono risposte giuste o sbagliate, ma solo risposte che ti descrivono in maniera più o meno adeguata.</p> <p>Indica quando sei d'accordo con le affermazioni seguenti in una scala da 1 a 7.</p>
Propensione al rischio	<p>La tabella sottostante presenta una serie di scelte possibili relative a diversi premi.</p> <p>Per ciascuna riga seleziona la scelta che preferisci, scegliendo il pallino di destra per la scelta a destra o quello a sinistra per la scelta di sinistra.</p>
	<p>La tabella sottostante presenta una serie di scelte possibili relative a diverse lotterie.</p> <p>Per ciascuna riga seleziona la scelta che preferisci, scegliendo il pallino di destra per la scelta a destra o quello a sinistra per la scelta di sinistra.</p>

Tramite il *randomizer*, una funzione di *Qualtrics*, si è potuto far in modo che nel questionario somministrato a ciascun partecipante fossero sempre presenti entrambi gli argomenti, uno nella versione *loaded* e uno nella versione *unloaded*. In questo modo non era possibile che ad uno studente capitassero entrambi i testi nelle versione *loaded* o entrambi in quella *unloaded* oppure che entrambi i testi fossero sullo stesso argomento. L'azione del *randomizer* è di seguito schematizzata (Figura A.1).

Figura A.1 Funzione del *randomizer*.



Fonte: Elaborazione propria.

Una volta ottenuti i risultati del questionario sono state ricavate le distribuzioni di probabilità dei dati.

I dati ottenuti dal questionario sono stati così trasformati:

- 1) Le risposte alla domanda “quali sono i componenti dell’orologio al quarzo” sono state classificate in base a quanti elementi giusti fossero stati indicati; inoltre, sono stati classificati anche con il loro complementare, cioè quanti fossero gli elementi sbagliati
- 2) Le risposte alla domanda “Quali sono gli elementi principali da cui dipende maggiormente la performance di portafoglio?” sono state classificate in base a quanti elementi giusti fossero stati indicati; inoltre, sono stati classificati anche con il loro complementare, cioè quanti fossero gli elementi sbagliati
- 3) Le risposte alla domanda “qual è l’elemento principale da cui dipende la scelta di investimento” sono state trasformate dando valore 1 se la risposta era giusta, 0 se era sbagliata
- 4) Le risposte alla domanda “qual è l’elemento principale da cui dipende la scelta di investimento” sono state valutate dando un punteggio da 0 a 5 in base alla correttezza

Una volta trasformati i dati, sono state confrontate le risposte alle domande nelle due versioni: L e U relativamente allo stesso topic; quindi: LO vs UO e LF vs UF

Inoltre, sono stati confrontati anche i dati provenienti dalle domande “quali sono i componenti dell’orologio al quarzo” e “Quali sono gli elementi principali da cui dipende maggiormente la performance di portafoglio?” in quanto sono state trasformate con lo stesso criterio e quindi possono essere comparate.

Per poter affermare che l’effetto *overload* fosse presente, sono stati eseguiti i test Wilcoxon sulla mediana; esso è stato eseguito confrontando tutte le distribuzioni prima ricavate, facendo variare una variabile alla volta. Quindi i confronti saranno: LF vs UF, LO vs UO, LF vs LO, UF vs UO.

Il test che a noi interessa maggiormente è quello che mette a confronto la distribuzione di probabilità tra la versione LF e la versione UF. Il test conferma l’ipotesi che i dati provengano da diverse distribuzioni e quindi si può affermare che l’impatto dell’effetto *overload* sia significativo. Riporto di seguito il test eseguito (Figura A.2).

Figura A.2 Test Wilcoxon

Method	df	Value	Probability
Wilcoxon/Mann-Whitney		2.809709	0.0050
Wilcoxon/Mann-Whitney (tie-adj.)		2.982702	0.0029
Med. Chi-square	1	2.331838	0.1268
Adj. Med. Chi-square	1	1.255850	0.2624
Kruskal-Wallis	1	7.995999	0.0047
Kruskal-Wallis (tie-adj.)	1	9.010934	0.0027
van der Waerden	1	8.548419	0.0035

Category Statistics					
Variable	Count	Median	> Overall		
			Median	Mean Rank	Mean Score
ELEM_PO...	17	1.000000	6	21.61765	0.416183
ELEM_PO...	16	0.000000	2	12.09375	-0.393757
All	33	1.000000	8	17.00000	0.023485

Fonte: Elaborazione propria

Appendice B

La raccolta dei dati si è svolta tramite la somministrazione di un questionario.

A livello metodologico, sono stati definiti l'obiettivo conoscitivo e la modalità di scrittura e di somministrazione del questionario.

L'obiettivo è misurare la propensione al rischio di un individuo in presenza di *overload* cognitivo e valutare se questa cambi in presenza di una *trusted source*; per la scrittura e la somministrazione del questionario, è stata utilizzata "Qualtrics", una piattaforma online che permette di costruire e pubblicare questionari.

L'esperimento prevede che il partecipante allochi un ammontare di denaro fittizio tra due prodotti finanziari. Per scegliere come allocarle deve leggere un testo che descrive i due prodotti e ha a disposizione 40 secondi per leggerlo. I due prodotti si distinguono per il livello di rischio che incorporano e le loro caratteristiche sono descritte in maniera dettagliata ma allo stesso tempo complessa, così da generare *overload*. Va specificato che, oltre alla letteratura che sostiene che la complessità sia una causa *dell'overload*, la conferma è stata verificata empiricamente (per i dettagli si veda appendice A). Sono stati generati due trattamenti diversi: uno in cui il soggetto può scegliere di farsi assistere nella scelta da una *trusted source*; uno dove il soggetto non può ricevere alcun consiglio. Per simulare la TS, in un caso al soggetto viene data la possibilità di leggere per una seconda volta il testo dell'investimento per 25 secondi prima di allocare le risorse.

In un secondo caso la TS è simulata da un video. In questa presentazione appare un consulente fittizio, che nello specifico si tratta di una docente di finanza, che spiega in modo chiaro e semplice la scelta che il soggetto deve fare. Tra le domande che precedono la *task choice*, c'è anche una domanda per valutare la propensione al rischio; questo permette di avere un *benchmark* con cui confrontare la propensione in assenza o in presenza di *overload*.

Vediamo ora più nello specifico ogni domanda:

All'inizio del questionario appare la schermata introduttiva; cliccando su "avanti" si arriva al primo blocco di domande demografiche:

- 1) indica il tuo sesso
- 2) indica la tua età
- 3) indica il tuo titolo di studio che possiedi: le alternative per rispondere erano: scuola media o inferiore, scuola superiore, laurea master o titolo più avanzato.

- 4) Qual è attualmente la tua professione: è possibile scegliere tra studente, lavoratore, disoccupato

tramite la funzione “if” di qualtrics sono state inserite altre due domande:

- 5) se la risposta alla domanda 3 era “laurea master o titolo più avanzato” o la risposta alla domanda 4 era “studente” veniva posta la domanda “hai mai frequentato corsi di finanza”.
- 6) Se la risposta alla domanda 4 era “lavoratore” veniva posta la domanda “ti trovi in situazioni lavorative in cui sei a contatto con la finanza (nel lavoro attuale o in altri precedenti)”

Il secondo blocco è “*risk preferences*”. La domanda posta è la seguente: “Indica, con un valore da 0 a 10, quanto sei propenso ad assumere rischi nei seguenti ambiti. La scala va da 0 (non sono propenso ad assumere nessun rischio) a 10 (sono del tutto propenso ad assumere rischi).

Come ultima scelta, indica quanto ti senti propenso ad assumere rischi in generale”. La risposta veniva riportata su una matrice avente i vari “domini di rischio” sulle righe e sulle colonne il livello di rischio da indicare, da 0 a 10. La struttura della domanda richiama il modello di valutazione della propensione al rischio del modello Socio-Economic Panel Study (Figura B.1).

Figura B.1 Test propensione al rischio.

Indica, con un valore da 0 a 10, quanto sei propenso ad assumere rischi nei seguenti ambiti. La scala va da 0 (non sono propenso ad assumere nessun rischio) a 10 (sono del tutto propenso ad assumere rischi).
Come ultima scelta, indica quanto ti senti propenso ad assumere rischi in generale

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Alla guida (correre veloce in macchina, andare in bici senza caschetto..)											
In attività finanziarie (effettuare investimenti rischiosi..)											
In attività sportive (paracadutismo, tuta alare, alpinismo..)											
Nel prendere decisioni lavorative (lasciare un posto di lavoro senza averne un altro..)											
Aspetti riguardanti la tua salute/benessere (sei fumatore, fai spesso uso di alcolici, mangi cibo non sano..)											
Riporre fiducia in una persona che non conosci											
Assumere rischi in generale											

Fonte: Elaborazione propria

Il terzo blocco è composto da tre domande a scelta multipla che hanno lo scopo di valutare le conoscenze finanziarie di base dei soggetti. Le domande sono quelle proposte per la valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria da Lusardi.

Figura B.2 Test alfabetizzazione finanziaria

Supponiamo che tu abbia 100 euro in un conto di risparmio, con un tasso d'interesse del 2% all'anno. Dopo cinque anni, quanto pensi di avere nel conto?

più di 102 dollari;

esattamente 102 dollari;

meno di 102 dollari;

non so, preferisco non rispondere.

Immagina che il tasso di interesse sul tuo conto di risparmio è dell'1% all'anno e l'inflazione, invece, è del 2% all'anno. Dopo un anno, con i soldi nel conto sei in grado di acquistare:

più di prima

esattamente come prima

meno di prima

non so, preferisco non rispondere.

La seguente affermazione: "L'acquisto di una singola azione di una società di solito offre un rendimento più sicuro di un fondo comune d'investimento" è:

vero

falso

non so, preferisco non rispondere.

Fonte: Elaborazione propria

Il quarto blocco, invece, è il *cognitive reflection test*. Si compone di 3 domande che hanno lo scopo di valutare l'impulsività delle persone.

- 1) Se 5 macchine impiegano 5 minuti per produrre 5 apparecchi, quanti minuti servono a 100 macchine per produrre 100 apparecchi?
- 2) Al centro di un lago c'è una pianta di ninfee. Questa pianta raddoppia di grandezza ogni giorno. Se alla ninfea servono 48 giorni per riempire l'intero lago, quanti giorni le sono serviti per coprire solo metà lago?
- 3) Una racchetta da ping-pong e una pallina costano 1.10 euro. Se la racchetta costa 1 euro in più della pallina, quanto costa la pallina?

Il quinto blocco è introduttivo alla task choice. Viene spiegato in cosa consiste la *task choice* e vengono date le indicazioni pratiche su cosa fare. Il testo che appare nel questionario è il seguente:

"Immagina di avere 1000 euro e di volerli investire. Hai a disposizione due possibilità di

investimento tra cui puoi dividere il tuo denaro nel modo che preferisci. Nella prossima pagina ti verranno spiegate le caratteristiche di queste due possibilità di investimento per aiutarti nella scelta. Avrai 40 secondi per leggere queste informazioni prima di arrivare alla schermata dove potrai fare la tua scelta.”

Il sesto, settimo e ottavo blocco sono gli ultimi tre del questionario e costituiscono le task choice. Sono stati tutti e tre randomizzati, in modo che apparissero in modo random ai soggetti. Tramite la funzione “randomizzatore” di *qualtrics*, è stato scelto di far svolgere una sola delle tre task ai soggetti che compilavano il questionario. Il sesto blocco è costituito dalla *task choice* senza *trusted source*. Viene mostrato al soggetto il seguente testo

“Per il tuo investimento puoi scegliere tra due diverse tipologie di titoli, che chiameremo per semplicità A e B.

Il titolo A è un titolo di debito non rischioso che garantisce un rendimento atteso percentuale di 200 punti base con volatilità implicita pari a 0.

Il titolo B è un titolo *equity* che garantisce un rendimento medio di 600 punti base e possiede una deviazione standard del 55%.

Puoi scegliere di suddividere il tuo denaro nel modo che vuoi tra i due titoli, anche scegliendone uno solo se preferisci.

In ogni caso, l'indice di correlazione tra i titoli è pari a 0 e quindi risulta pari a 0 anche la correlazione totale del portafoglio che andrai a formare.”

Insieme a questa domanda, viene mostrato anche un timer che dura 40 secondi. Al termine dei 40 secondi si passa direttamente alla pagina successiva; questo è stato impostato per due motivi: il primo è perché così facendo un soggetto non può soffermarsi per troppo tempo a leggere il testo. Il secondo è più pratico: come spiegato più avanti, il terzo trattamento prevede di simulare la TS facendo rileggere il testo, ma con meno tempo a disposizione. Se non fosse stato inserito il timer, questo trattamento non sarebbe stato possibile costruirlo. Inoltre, nonostante l'*overload* sia generato dalla complessità del contenuto, anche senza dare un limite di tempo per leggere probabilmente si sarebbe mostrato in diversi soggetti. Tuttavia, questo sistema è stato un modo per esserne più sicuri.

Passati i 40 secondi, o premendo il tasto avanti prima del termine del tempo, si passa alla domanda “date queste informazioni, come distribuiresti i 1000 euro tra i due titoli?” che ha lo scopo di valutare la propensione al rischio e sarà messa a paragone con le

risposte date alle domande del secondo blocco. Al termine di questa domanda si conclude il questionario.

Il settimo blocco presenta la stessa *task choice* di prima, viene dato di nuovo il limite di 40 secondi per leggere il testo, tuttavia nel momento in cui si prosegue alla domanda successiva, viene offerta la possibilità al soggetto di scegliere se rispondere alla domanda o consultare una *trusted source*. In questo trattamento la *trusted source* è rappresentata da un video in cui una docente di finanza spiega, in maniera più semplice, in che modo va affrontata la scelta di investimento. Ovviamente, non essendoci una risposta giusta o sbagliata per la scelta di investimento, la TS si sofferma solo sul chiarire in parole più semplici quanto detto nel testo.

A questo punto, tramite la funzione “if” il soggetto doveva scegliere come allocare i 1000 euro se sceglieva l’opzione “rispondo alla domanda”, mentre doveva guardare il video se sceglieva l’opzione “voglio consultare il video”.

Nel primo caso al soggetto compare semplicemente la richiesta di allocare i 1000 euro tra A e B; fatta la scelta, il questionario è terminato.

Nel secondo caso, invece, appare il video. Il testo della TS è il seguente: “per scegliere come dividere i 1000 euro tra i due titoli, considera che i due titoli sono indipendenti, il che significa che come andrà uno non influenza come andrà l’altro. Ricordati inoltre che il titolo A ha un rendimento sicuro del 2%, il che significa che se investi una cifra pari a X otterrai un risultato pari a 1,02 quello che hai investito. Il titolo B, invece, è un titolo più rischioso. Ha un rendimento medio del 6%, il che significa che potrebbe avere un rendimento più alto o più basso. Quindi nello scegliere come dividere i tuoi 1000 euro, considera anche quanto rischio vuoi assumerti nella scelta.”

Una volta che il video è stato visualizzato, compare automaticamente la domanda successiva che chiede di indicare come si preferisce allocare i 1000 euro tra A e B. Successivamente, fatta la scelta, viene anche chiesto un giudizio da 0 a 5 su quanto sia stato utile vedere il video. Quest’ultima domanda è stata generata di nuovo con l’opzione “if” cosicché apparisse solo ai soggetti che hanno scelto di visualizzare il video. Una volta che viene data la risposta a questa domanda, si conclude il questionario.

L’ottavo e ultimo blocco presenta la stessa *task choice*, viene dato di nuovo il limite di 40 secondi per leggere il testo, tuttavia nel momento in cui si prosegue alla domanda

successiva, viene offerta la possibilità al soggetto di scegliere se rispondere alla domanda o consultare una *trusted source*. In questo caso, però, a differenza del blocco precedente la TS è stata simulata dando la possibilità ai soggetti di rileggere lo stesso testo di prima avendo però a disposizione 25 secondi e non più 40.

Anche in questo caso, se il soggetto sceglie di rispondere direttamente alla domanda deve allocare i 1000 euro tra i due titoli e così conclude il questionario; se invece sceglie di rileggere il testo, trascorsi i 25 secondi deve scegliere come investire il denaro e successivamente dare un giudizio da 0 a 5 sull'utilità di rileggere il testo.

Bibliografia

- Agnew, J. R., & Szykman, L. (2008). Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice and Investor Experience. *Ssrn*, 7560.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1142932>
- Anderson, M. J., & Anderson, M. J. (1988). *In t h e Statement of Financial Accounting Con-
lem being addressed . Prices , order and amount of information purchased , w e r e used
together with other data in the analyses of observed be- However , the specific ways in
which m o r e ex- pert analysts. 13(5).*
- Arrivo, I. N., Mifid, L. A., & Criscione, A. (2018). *FOCUS Le nuove tutele per chi investe.*
- Bonaccio, S., & Dalal, R. S. (2006). Advice taking and decision-making: An integrative literature review, and implications for the organizational sciences. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 101(2), 127–151.
<https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2006.07.001>
- Brehmer, B., & Hagafors, R. (1986). Use of experts in complex decision making: A paradigm for the study of staff work. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 38(2), 181–195. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(86\)90015-4](https://doi.org/10.1016/0749-5978(86)90015-4)
- Caivano, V., Ciccarelli, S., Stefano, G. Di, Fratini, M., Gasparri, G., Giliberti, M., ... Tarola, I. (2012). *Discussion papers Il trading ad alta frequenza.*
- Cecioni, M., Ferrero, G., & Secchi, A. (2011). Questioni di Economia e Finanza. *Stress The International Journal on the Biology of Stress*, 22(0166-2236 SB-IM), 1–42.
<https://doi.org/10.1016/j.econlet.2016.06.031>
- CLARK, R. L., d'AMBROSIO, M. B., McDERMED, A. A., & SAWANT, K. (2006). Retirement plans and saving decisions: the role of information and education. In *Journal of Pension Economics and Finance* (Vol. 5). <https://doi.org/10.1017/s1474747205002271>
- Comitato, I. (2017). *Schema di programma per una " Strategia nazionale per l ' educazione finanziaria , assicurativa e previdenziale " Atto del Governo 497.*
- CONSOB. (2017). *Statistics and analyses Report on financial investments of Italian households.*
- Consob, N. L. (2010). Quaderni di Finanza - N. 66. *Policy.*
- Council, A., Linguistic, A., Control, Q., Service, E. T., & Education, M. (2012). Pisa 2012 Financial Literacy Assessment. *Acer*, (April), 39.

- Caterina Cruciani, (2017), *Investor decision-making and the role of the financial advisor. A behavioural finance approach*, Palgrave MacMillan (ISBN 978-3-319-68234-1)
- Dalal, R. S., & Bonaccio, S. (2010). What types of advice do decision-makers prefer? *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 112(1), 11–23.
<https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2009.11.007>
- Ding, X., Hartog, J., & Sun, Y. (2010). Can We Measure Risk Attitudes in a Survey? *IZA Discussion Paper 4807*, (4807).
- Edmunds, A., & Morris, A. (2000). Problem of information overload in business organizations: A review of the literature. *International Journal of Information Management*, 20(1), 17–28. [https://doi.org/10.1016/S0268-4012\(99\)00051-1](https://doi.org/10.1016/S0268-4012(99)00051-1)
- Elliott, S. N., Kurz, A., Beddow, P., & Frey, J. (2009). Cognitive load theory: Instruction-based research with applications for designing tests. *Learning*, 1–22. Retrieved from http://peabody.vanderbilt.edu/Documents/pdf/PRO/CAAVES_CLT_NAP_2009_Elliott_FINAL.pdf
- Eppler, M. J., & Mengis, J. (2004). The concept of information overload: A review of literature from organization science, accounting, marketing, MIS, and related disciplines. *Information Society*, 20(5), 325–344.
<https://doi.org/10.1080/01972240490507974>
- Europeo, I. L. P., Dell, I. L. C., & Europea, U. (2014). *L 173/84. 2014*, 84–148.
- Europeo, P. (2014). Direttiva Mifid II. *Gazzetta Ufficiale Dell'Unione Europea*, 349–496.
- Franco, L. (n.d.). *Ma si fanno i conti con il carico cognitivo ? 3*, 63–74.
- Frederick, S. (2005). Cognitive Reflection and Decision Making. *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 25–42. <https://doi.org/10.1257/089533005775196732>
- Gasparri, G. (2017). *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario*.
- Hobisch, M. (2016). MiFID II. *Meldewesen Für Finanzinstitute*, 283–304.
https://doi.org/10.1007/978-3-658-14616-0_13
- Jonas, E., & Frey, D. (2003). Information search and presentation in advisor-client interactions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 91(2), 154–168.
[https://doi.org/10.1016/S0749-5978\(03\)00059-1](https://doi.org/10.1016/S0749-5978(03)00059-1)
- Linciano, N., & Soccorso, P. (2017). *Le sfide dell'educazione finanziaria*. Retrieved from

www.tiburtini.it

- Linciano, Nadia. (2016). *Le determinanti della domanda di consulenza finanziaria Evidenze per il caso italiano Le determinanti della domanda di consulenza finanziaria*.
- Lönnqvist, J. E., Verkasalo, M., Walkowitz, G., & Wichardt, P. C. (2015). Measuring individual risk attitudes in the lab: Task or ask? An empirical comparison. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 119, 254–266. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2015.08.003>
- Moreno, R., & Mayer, R. E. (2003). Nine Ways to Reduce Cognitive Load in Multimedia Learning Richard. *Educational Psychologist*, 38(1), 43–52. <https://doi.org/10.1207/S15326985EP3801>
- Nicholson, N., Soane, E., Fenton-O’Creevy, M., & Willman, P. (2005). Personality and domain-specific risk taking. *Journal of Risk Research*, 8(2), 157–176. <https://doi.org/10.1080/1366987032000123856>
- OECD. (2005). Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness. *Recomendation of the Council*, (July), Paris.
- Patti, F. P. (2014). *L’educazione finanziaria e la direttiva 2014/17/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali)*.
- Pezzuto, E. Razzante, R. (2018). *MiFID II: Le novità per il mercato finanziario*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Ricciardi, V. (1976). *The Psychology of Risk : The Behavioral*.
- Schnotz, W., & Kürschner, C. (2007). A reconsideration of cognitive load theory. *Educational Psychology Review*, 19(4), 469–508. <https://doi.org/10.1007/s10648-007-9053-4>
- Snowball, D. (1980). Some effects of accounting expertise and information load: An empirical study. *Accounting, Organizations and Society*, 5(3), 323–338. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(80\)90005-7](https://doi.org/10.1016/0361-3682(80)90005-7)
- Ue, D., Parlamento, D. E. L., & Del, E. E. (2014). *12.6.2014*. 5, 349–496.
- Robert J. Shiller (Autore), N. Negro (Traduttore. (2012). *Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*. Milano: Egea.
- Robert J. Shiller (Autore), A. Pontieri (Traduttore) 2012). *Finanza e società giusta* . Bologna: il Mulino.
- Marco Vitale. (2010). *Passaggio al futuro: oltre la crisi attraverso la crisi*. Milano: Egea

