



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
In Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

**Alfabetizzazione finanziaria e
fiducia nei consulenti: influenze
sul processo di investimento.**

Relatore

Ch. Prof. Gloria Gardenal

Laureando

Michele Forcellini

Matricola 827102

Anno Accademico

2013/2014

INDICE

Abstract	6
Introduzione	8
Capitolo 1 Introduzione all'alfabetizzazione ed all'educazione finanziaria	14
1.1 Introduzione	14
1.2 La definizione di alfabetizzazione e di educazione finanziaria	15
1.3 I prototipi di misurazione del livello di alfabetizzazione finanziaria	18
1.4 Le variabili socio-demografiche che impattano sulla financial literacy	23
1.5 Indagini sul grado di financial literacy negli Stati Uniti, Regno Unito e Italia	25
1.5.1 Stati Uniti	26
1.5.2 Regno Unito	30
1.5.3 Italia	31
1.6 La finanza comportamentale: gli effetti emotivi e psicologici che influiscono sulle scelte finanziarie	37
1.6.1 Introduzione alla finanza comportamentale	37
1.6.2 La definizione di rischio	39
1.6.3 Le principali distorsioni nelle decisioni finanziarie	41
1.7 Le iniziative di educazione finanziaria	49
1.7.1 Le proposte delle organizzazioni sovranazionali	49
1.7.2 La situazione di alcuni stati	54
1.7.2.1 Stati Uniti	54
1.7.2.2 Regno Unito	56
1.7.2.3 Repubblica Ceca	57
1.7.2.4 Italia	58

1.8	Gli effetti dell'alfabetizzazione finanziaria e dei programmi di educazione finanziaria	63
1.8.1	Gli effetti dell'alfabetizzazione finanziaria	63
1.8.2	Gli effetti dell'educazione finanziaria	66
Capitolo 2 Il ruolo della fiducia nei mercati finanziari		69
2.1	Introduzione	69
2.2	La fiducia e le sue determinanti	71
2.2.1	Definizione	71
2.2.2	Le variabili che influenzano la fiducia	73
2.2.3	Il capitale sociale	76
2.2.4	Alcune conseguenze della fiducia nell'economia	78
2.3	Il ruolo dei consulenti finanziari	80
2.3.1	Introduzione	80
2.3.2	Gli svantaggi dei consulenti finanziari	82
2.3.3	I possibili vantaggi dei consulenti finanziari	84
2.4	Effetti della fiducia e dell'alfabetizzazione finanziaria nei mercati finanziari	87
2.4.1	Il ruolo della fiducia e del capitale sociale nella partecipazione al mercato dei capitali	87
2.4.2	L'influenza della fiducia e dell'alfabetizzazione finanziaria nella scelta delle fonti finanziarie	90
2.4.3	Esempi di modelli teorici	93
Capitolo 3 Alfabetizzazione finanziaria e fiducia: indagine empirica		99
3.1	Introduzione	99
3.2	Indagine empirica	100
3.2.1	Il "trust game"	100

3.2.2	L'esperimento e la composizione del questionario	102
3.2.3	Analisi descrittiva dei dati	104
3.2.4	Analisi quantitativa dei dati	108
	Conclusione	113
	Appendice 1	119
	Bibliografia	128
	Sitografia	137

a Silvia e alla mia famiglia

ABSTRACT

Lo scopo del seguente elaborato è di studiare il ruolo di due fattori, l'alfabetizzazione finanziaria e la fiducia, nelle scelte di investimento degli individui e nella partecipazione degli stessi al mercato finanziario. Questi due fattori sono considerati, infatti, fondamentali per poter investire consapevolmente in un mercato dei capitali sempre più complesso dal punto di vista degli strumenti finanziari, rischioso e con andamenti molto altalenanti.

Come è stato dimostrato da molte ricerche empiriche, il livello generale di alfabetizzazione finanziaria degli individui è alquanto preoccupante e non sufficiente per poter investire in modo proficuo nel contesto odierno, portando conseguenze negative per esempio nell'accumulazione di ricchezza e nella pianificazione alla pensione.

Sono state così avviate diverse iniziative di educazione finanziaria, sia da parte di enti nazionali che sovranazionali, per aumentare la capacità delle persone di prendere decisioni finanziarie adeguate in base alle proprie necessità e situazioni soggettive. Gli effetti positivi di tali iniziative sono tuttavia oggetto di discussione.

Anche la fiducia nei confronti dei consulenti finanziari ha un ruolo di primo piano nell'incentivare le persone ad investire in titoli rischiosi, come dimostrato da numerose ricerche in materia.

Vari fattori influenzano il grado di fiducia delle persone nei confronti di questi soggetti, dal capitale sociale alla cultura/credenze personali, portando gli individui ad avere un diverso approccio verso il mercato finanziario.

Attraverso la somministrazione di un questionario ad un campione di 255 individui non esperti di finanza, si è cercato di verificare effettivamente quale sia l'effetto congiunto di alfabetizzazione finanziaria e di fiducia delle persone, nel momento in cui esse devono prendere delle decisioni di carattere finanziario. In particolare si è cercato di capire se la conoscenza del livello di alfabetizzazione della propria controparte influenza la partecipazione al mercato finanziario e in che modo.

INTRODUZIONE

Negli ultimi due decenni l'ambiente economico-finanziario che ci circonda ha avuto un cambiamento pressoché radicale. Dalla semplicità degli strumenti finanziari e delle relazioni tra intermediari finanziari e investitori degli anni '80 e '90, si è passati ai complicatissimi ed intricati strumenti finanziari dei giorni d'oggi, creati da un'ingegneria finanziaria sempre più evoluta e spinta. Il mondo finanziario è caratterizzato sempre di più da una forte incertezza e da andamenti altalenanti, con conseguente aumento della rischiosità economica per le persone. Quest'ultime oggi giorno devono saper prendere in modo sempre più autonomo le proprie scelte finanziarie, le quali se prese in modo scorretto potrebbero compromettere il patrimonio accumulato negli anni passati.

Nell'ultima decina d'anni i temi dell'alfabetizzazione finanziaria e dell'educazione finanziaria stanno assumendo maggiormente valenza e riconoscenza a livello mondiale, soprattutto dopo lo scoppio della crisi economica del 2008.

Gli individui in generale devono avere una minima conoscenza e capacità di prendere decisioni finanziarie in modo consapevole ed efficace.

A livello planetario da vari anni sono così iniziate, da parte di parecchi paesi, diverse iniziative di misurazione del livello di *financial literacy*. Tali misurazioni dimostrano che le competenze finanziarie delle persone non si sono evolute in concomitanza con l'evoluzione degli strumenti finanziari offerti dagli intermediari, portando a conseguenze disastrose dal punto di vista economico per molte famiglie.

Non esiste tuttora un modo universalmente riconosciuto per misurare la *financial literacy*. Tuttavia è ormai confermato e consuetudinario inserire nella misurazione

anche i rilevamenti riguardanti il comportamento effettivo degli individui, e non solo quelli riferiti alle conoscenze degli individui stessi.

Per arrestare questa tendenza e diminuire il divario tra l'alfabetizzazione finanziaria degli individui e la sofisticazione e complessità degli strumenti finanziari, sono iniziate da un paio di anni, con differenze da paese a paese, diverse iniziative di educazione finanziaria. Tali iniziative sono nate anche dalle raccomandazioni e dalle pressioni fatte dalle organizzazioni sovranazionali come la *Banca Mondiale*, l'*OCSE* e la *Commissione Europea*.

Quasi tutte le iniziative di *financial education* sviluppate dai diversi paesi hanno dei punti in comune, ovvero: i vari programmi sono divisi per target di riferimento (alcuni esempi sono: adulti, giovani, anziani, individui in difficoltà o in procinto della pensione, ...); un'altra caratteristica comune è quella di andare a cercare di migliorare il comportamento effettivo degli individui/investitori, e non solo quella di fornire concetti e nozioni alle persone.

Fornire ad un pubblico generale una serie di nozioni, senza un collegamento con i reali bisogni delle persone, non è assolutamente efficace, anzi sarebbe solo uno spreco di risorse dal lato di chi offre servizi ed insegnamenti. Dall'altro lato gli individui sarebbero ancora più confusi: ciò è dovuto ad una serie di nozioni di non facile comprensione e che poco aiutano la loro capacità di saper prendere le decisioni finanziarie più corrette ed ottimali.

Inoltre le iniziative di educazione finanziaria devono prendere in analisi anche le considerazioni sostenute dalla Finanza Comportamentale. Quest'ultima sostiene che gli individui non sono completamente razionali (come sostiene invece la Finanza Classica) e che, nel momento in cui si deve prendere una decisione finanziaria, entrano in gioco diverse variabili psicologiche che portano le persone a definire una politica di investimento poco razionale.

Queste variabili sono delle trappole cognitive, cioè degli automatismi mentali che portano gli investitori a fare degli errori di valutazione nel momento della decisione. Uno degli scopi di queste iniziative di educazione finanziaria è quindi di ridurre l'effetto

delle interferenze di queste trappole cognitive/psicologiche nel momento in cui si fa una scelta finanziaria.

Aumentare il livello di alfabetizzazione finanziaria è ritenuto ormai una questione di primaria importanza da parte della maggior parte dei paesi, non solo di quelli economicamente avanzati. Avere un basso livello di alfabetizzazione finanziaria porta a delle conseguenze negative non solo per i singoli individui e le loro rispettive famiglie, ma anche per l'intera società.

È riscontrato che gli individui meno alfabetizzati finanziariamente commettono maggiori errori di investimento, che li portano ad avere maggiori debiti o a pagare rate sui mutui con interessi più elevati. Altre conseguenze rilevate abbastanza diffusamente nelle ricerche sono le seguenti: gli individui meno alfabetizzati partecipano in maniera minore al mercato dei capitali, hanno una diversificazione del portafoglio minore, ma soprattutto hanno una propensione al risparmio inferiore rispetto agli individui più alfabetizzati finanziariamente, accumulando così minore ricchezza rispetto a quest'ultimi.

Tutti questi fattori negativi si riversano poi nell'economia generale di quel paese, in quanto le persone che gestiscono male i loro risparmi avranno di conseguenza meno denaro da destinare ai consumi, diminuendo così la domanda di beni che farà calare la produzione, gli investimenti e, come risultato finale, il PIL di quel determinato paese.

I programmi di educazione finanziaria sono quindi necessari per i singoli per prevenire cattive scelte finanziarie (come ad esempio la sottoscrizione di mutui subprime), ma ancora di più per scongiurare lo scoppio di un'altra crisi economica mondiale e mantenere così stabili ed efficienti i mercati finanziari. Tali iniziative però non hanno un effetto automatico sulle capacità degli individui, cioè l'apprendimento di concetti e nozioni non si traduce in modo automatico nella capacità (*financial capability*) di saper prendere decisioni finanziarie corrette e convenienti in base agli obiettivi prefissati.

Per esempio, studi e ricerche sull'efficacia di un seminario sulle tematiche pensionistiche in azienda o lezioni di finanza ai licei, hanno portato a risultati discordanti sull'effetto positivo che hanno queste iniziative rispettivamente sulle scelte pensionistiche e sulla propensione al risparmio in età adulta degli ex liceali.

Non si può quindi sostenere in modo certo che i programmi di educazione finanziaria portino effettivamente ad un miglior comportamento in campo finanziario.

Oltre ad una buona istruzione finanziaria, per sapersi muovere all'interno di questo insieme grandissimo di strumenti finanziari, bisogna avere ancora di più oggi rispetto al passato una buona dose di fiducia nella controparte (consulente finanziario): per esempio la fiducia che la vostra controparte vi abbia consigliato lo strumento finanziario più corretto per voi o, nel peggiore dei casi, che non scappi con i soldi affidatigli.

Nella seconda metà dell'elaborato andiamo quindi ad analizzare questo fattore, la fiducia, che influisce nella decisione se partecipare o meno al mercato finanziario e nella scelta delle fonti finanziarie su cui fare affidamento (famigliari, amici, consulenti finanziari, ...).

La fiducia è un fattore che è presente in tutte le relazioni, sia economiche che non economiche. L'incertezza del comportamento che terrà la controparte è il fattore principale nella definizione della fiducia, in quanto non si può mai dare per certo che la controparte faccia esattamente quell'azione prefissata.

La fiducia deriva da una serie di fattori come ad esempio la cultura e le credenze che ha una determinata persona, che gli fanno avere un certo livello di fiducia diverso rispetto alla controparte. Altri fattori possono essere quelli istituzionali (la qualità della burocrazia delle varie istituzioni statali e non), la propria situazione economica o il livello di connessione che si ha con la comunità-società che ci circonda (capitale sociale).

Vari ricercatori e studiosi del tema, sono giunti a concludere che la fiducia interpersonale, cioè la fiducia che si ha verso gli altri individui, può avere un forte impatto nell'incentivare le persone ad investire nel mercato finanziario. Uno dei risultati maggiormente riscontrati nelle ricerche è il seguente: affinché gli individui meno istruiti finanziariamente possano partecipare al mercato dei capitali è necessario un grande livello di fiducia nei confronti dell'intermediario.

Inoltre un diverso grado di fiducia ha un secondo effetto, sempre in collegamento con il precedente, ovvero interferisce nella scelta delle fonti finanziarie: gli individui più fiduciosi si affidano maggiormente ad un consulente finanziario piuttosto che ad amici, parenti o altre persone a loro vicine.

Questo elaborato ha il fine di analizzare l'effetto che hanno congiuntamente sia l'alfabetizzazione finanziaria sia la fiducia delle persone non esperte di finanza nelle scelte di investimento/finanziamento. Il terzo capitolo dell'elaborato presenta un'indagine empirica che ha proprio questo scopo: è stato somministrato a 255 soggetti non esperti un questionario costruito ad hoc, per verificare effettivamente quale sia l'effetto congiunto di alfabetizzazione finanziaria e di fiducia delle persone, nel momento in cui prendono determinate decisioni di carattere finanziario.

I quesiti a cui si cerca di dare una risposta sono i seguenti:

- 1) la conoscenza da parte dell'investitore del livello di alfabetizzazione finanziaria del consulente, influenza il suo grado di fiducia posto nei suoi confronti e, di conseguenza, anche la sua partecipazione al mercato finanziario?
- 2) viene posta maggiore fiducia verso un consulente con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria rispetto ad un altro con un minore livello?

Il seguente elaborato è composto quindi da tre capitoli. Il primo capitolo è concentrato sul tema dell'alfabetizzazione finanziaria: si andranno ad analizzare le varie definizioni di alfabetizzazione ed educazione finanziaria, i programmi di misurazione della *financial literacy* nel mondo (con alcuni esempi come Italia, Stati Uniti e Regno Unito), le varie iniziative di *financial education* e gli effetti che hanno tali iniziative sugli individui.

Il secondo capitolo è invece dedicato al fattore fiducia: dopo una breve introduzione sul concetto e sulle variabili che influenzano tale fattore, si esamineranno gli effetti che ha la fiducia sulla partecipazione degli individui al mercato dei capitali.

Nel terzo capitolo di dimostrerà, tramite un'indagine empirica, come effettivamente gli individui si comportano di fronte a delle scelte di investimento, prendendo in

considerazione gli effetti della loro alfabetizzazione finanziaria e della loro fiducia nei confronti dei consulenti finanziari.

CAPITOLO 1

INTRODUZIONE ALL'ALFABETIZZAZIONE ED ALL'EDUCAZIONE FINANZIARIA

1.1 INTRODUZIONE

Quello dell'alfabetizzazione finanziaria (*financial literacy*) e, parimenti, quello dell'educazione finanziaria, da ormai una decina d'anni, sono tra i temi più discussi all'interno del dibattito economico. Il tutto si è acuito con lo scoppio della crisi economica del 2008, paragonabile per parecchi aspetti a quella del '29. In particolare, ci si chiede se, se i cittadini (statunitensi ma non solo) fossero stati più consapevoli e informati in termini finanziari, la crisi avrebbe preso tali dimensioni oppure no.

Come dimostrano alcune ricerche, infatti, i soggetti con un livello di *financial literacy* più alto sono maggiormente capaci di prendere decisioni consapevoli e informate relativamente alla gestione dei propri risparmi. Questo influenza la rispettiva accumulazione di capitali, la probabilità per tali soggetti di partecipare al mercato azionario e la capacità di diversificare il rischio. Queste scelte naturalmente hanno degli effetti benefici per tutto l'ambiente economico, determinando un circolo virtuoso che innalza il risparmio, gli investimenti e il reddito nazionale.

In questi ultimi decenni si è verificato un rapido mutamento nel settore tecnologico, il quale ha influenzato anche quello finanziario: lo sviluppo tecnologico, infatti, ha permesso alle persone di poter investire i propri risparmi in un determinato strumento finanziario anche individualmente tramite il proprio personal computer. Inoltre, l'ingegneria finanziaria ha sviluppato prodotti finanziari sempre più sofisticati, con diverse configurazioni rendimento-rischio. Nonostante tutto ciò, non c'è stata contemporaneamente una crescita delle capacità finanziarie da parte della maggioranza dei cittadini di tutto il mondo.

E' noto che, negli ultimi decenni, la complessità del mondo finanziario sia aumentata e, di conseguenza, anche la difficoltà a prendere delle decisioni di investimento consapevoli. La recente crisi ha dimostrato che se queste decisioni non vengono prese con cognizione di causa e in modo informato, possono provocare delle conseguenze tragiche, non solo per gli individui ma anche per la società in generale.

Per valutare il più correttamente possibile i propri bisogni e sapersi gestire all'interno di questo mare di incertezza che è il mercato finanziario, bisogna oggi possedere un minimo di capacità finanziaria.

Ma cosa significa esattamente *financial literacy*? Come viene misurata? Quali sono le cause e le conseguenze dell'analfabetismo finanziario? Quali sono state le misure adottate in passato e attualmente in corso per incrementare l'educazione finanziaria? Come si sta muovendo l'Italia?

Queste sono solo alcune delle domande alle quali risponderemo in questo capitolo.

1.2 LA DEFINIZIONE DI ALFABETIZZAZIONE E DI EDUCAZIONE FINANZIARIA

Cominciamo a rispondere alla prima domanda: che cos'è l'alfabetizzazione finanziaria? Secondo una definizione alquanto generale, pronunciata dall'*Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)* e approvata durante l'ottavo incontro dell'*International Network on Financial Education* il 26 ottobre 2011 a Città del Capo,

l'alfabetizzazione finanziaria è *"una combinazione di consapevolezza, conoscenza, abilità, atteggiamenti e comportamenti necessari per prendere decisioni finanziarie, e infine raggiungere il benessere finanziario individuale"*¹.

La definizione prende in considerazione tre variabili: non solo la semplice conoscenza dei termini e delle funzioni della finanza (come per esempio cos'è l'inflazione, e che effetto ha sul potere d'acquisto o sui salari, ...), ma anche gli atteggiamenti e i comportamenti che rientrano in particolare negli studi della finanza comportamentale. Le decisioni finanziarie sono condizionate da un mix di effetti, che vanno dalla conoscenza delle nozioni al comportamento non razionale dei decisori messi di fronte a delle scelte finanziarie, che sono per definizione incerte.

Esistono anche altre definizioni. La *Financial Industry Regulatory Authority* sostiene, per esempio, che l'alfabetizzazione finanziaria è una forma di conoscenza degli strumenti, dei regolamenti e dei principi funzionanti nei mercati finanziari².

*Anna Maria Lusardi*³, in molti dei suoi contributi, afferma che l'alfabetizzazione finanziaria è *"la conoscenza dei concetti finanziari di base, come ad esempio il tasso di interesse composto, la differenza tra valori nominali e reali, e le basi della diversificazione del rischio"*.

La maggior parte degli studi condivide l'idea centrale secondo cui gli individui possono dirsi finanziariamente alfabetizzati se sanno impiegare in modo corretto gli strumenti finanziari e se hanno la capacità di avvalersi delle conoscenze acquisite, anche tramite l'esperienza, per decidere in modo corretto riguardo al proprio benessere.

Si può così giungere alla definizione più accreditata, la quale racchiude tutti gli aspetti sopra discussi e formulata da *The Presidents Advisory Council on Financial Literacy, PACFL(...)*: l'alfabetizzazione finanziaria è *"la conoscenza di base dei concetti economici e finanziari, ed inoltre la capacità di utilizzarla in modo efficace per la gestione delle risorse finanziarie in modo da assicurare un futuro di benessere finanziario"*.

¹ Organisation for Economic Cooperation and Development - OECD , 2011 *"Measuring financial literacy: Questionnaire and Guidance Notes for Conducting an Internationally Comparable Survey of Financial Literacy"*.

² Hung A.A., Parker A.M. e Yoong J.K., September 2009, *"Defining and measuring Financial Literacy"*, Working Paper, Rand Corporation, Labor and Population.

³ Professore di economia al Dartmouth College e ricercatore associato al National Bureau of Economic Research.

Un discorso a parte merita il concetto di *educazione finanziaria*, molte volte confusa o considerata sinonimo di alfabetizzazione.

L'educazione è uno sviluppo propedeutico all'alfabetizzazione. Infatti, solo dopo un corso di educazione finanziaria di base, dopo essersi informati riguardo a qualcosa o tramite l'esperienza sul campo, si possono mettere in pratica le capacità acquisite.

In tutti i paesi occidentali si stanno sviluppando iniziative di educazione finanziaria, con un target di pubblico costituito soprattutto da giovani e adulti, questi ultimi con un interesse più marcato su temi quali pensioni, acquisto di una casa, educazione dei figli e molti altri. Gli argomenti sono molto differenti tra loro: dai concetti base sul funzionamento del mercato e dei prodotti finanziari, al risparmio, alla pianificazione finanziaria futura, fino ai comportamenti di fronte alle scelte finanziarie.

L'OCSE nel 2005, attraverso le *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*⁴ aveva dato una prima esplicitazione universale di *financial literacy* mescolata assieme alla definizione di *financial education*. La definizione recita così: "il processo attraverso il quale i consumatori migliorano la loro conoscenza sui prodotti e concetti finanziari e, attraverso informazioni, istruzioni e/o consulenza oggettiva, sviluppano le competenze e la fiducia necessaria per diventare più consapevoli sui rischi finanziari e sulle opportunità, sul fare scelte informate, sapere dove recarsi per chiedere aiuto, e di adottare altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario".

La spiegazione che dà l'OCSE per la prima volta non può che essere molto generalista. Come detto in precedenza, per prendere decisioni finanziarie corrette, in questo processo di educazione finanziaria, non si possono dimenticare gli effetti psicologici che possono scaturire nel momento della decisione (un esempio è l'emozione, che può portare a scelte sub-ottimali). Pertanto, un ottimo programma deve farci capire come ragioniamo e spiegarci come difenderci da queste devianze psicologiche.

Un secondo aspetto, che non è stato spiegato né nella definizione della *financial literacy* né nella definizione di *financial education*, è il concetto di *financial capability*. Il tema verrà approfondito in seguito, ma vale la pena fare un accenno.

⁴OCSE, 2005, "Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness". www.oecd.org.

L'apprendimento di nozioni e informazioni che portano ad un aumento delle conoscenze in campo finanziario, non porta automaticamente a prendere decisioni migliori e a comportarsi in modo più corretto da un punto di vista economico-finanziario. Alcuni studi hanno dimostrato che c'è un nesso tra conoscenze e comportamenti finanziari migliori, ma altri provano l'inesistenza di tale nesso⁵.

1.3 I PROTOTIPI DI MISURAZIONE DEL LIVELLO DI ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA

Da circa una decina d'anni in diversi paesi si stanno sviluppando molte iniziative riguardanti l'educazione finanziaria, non solo a conferma dell'importanza che ricopre tale argomento nella vita di ciascuna persona, ma in generale per l'economia di tutte le nazioni.

Prima di istituire un adeguato programma, è necessario misurare il livello e, di conseguenza, le lacune della popolazione in materia di finanza.

Le ricerche di misurazione realizzate, messe in campo sia da istituzioni pubbliche che da singoli ricercatori privati, concludono che il livello generale di *financial literacy* è basso anche nei paesi dove il mercato finanziario è molto sviluppato come Stati Uniti, Germania e Regno Unito⁶.

Per analizzare tale livello non ci si può basare solo sulle conoscenze che si hanno in materia, ma anche sul comportamento che si mette in atto quando per esempio si gestiscono i propri risparmi o si partecipa al mercato finanziario.

Un progetto pilota di misurazione è stato quello sviluppato dall'OCSE⁷, il quale ha valutato il livello di *financial literacy* in 14 Paesi di quattro diversi continenti attraverso

⁵ Mandell L. e Klein L.S., 2009, " *The impact of Financial Literacy Education on Subsequent Financial Behavior*", Journal of Financial Counseling and Planning, Vol. 20, 15-24.

⁶ Per avere un quadro più approfondito, a livello mondiale, di alcune ricerche di misurazione del livello di alfabetizzazione finanziaria, invito a consultare il sito: www.dartmouth.edu.

⁷ OECD, 2012, " *Measuring Financial Literacy*", Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No 15.

un test. Tale progetto può essere considerato il modello generale su cui basarsi per altre future indagini.

La struttura del test è molto semplice e lineare, e si basa su tre aspetti: la conoscenza finanziaria, i comportamenti e gli atteggiamenti riguardanti la gestione delle risorse presenti e la pianificazione finanziaria del futuro.

Per quanto riguarda le conoscenze, il test era composto da otto domande riguardanti principalmente tre argomenti: il calcolo degli interessi, l'inflazione e le sue conseguenze, e la diversificazione del rischio.

I risultati non sono stati molto soddisfacenti: la maggior parte delle persone sa cosa sia l'inflazione, ma non sa quale sia l'effetto sul potere d'acquisto. Il dato più allarmante riguarda la diversificazione del rischio: in alcuni paesi meno della metà della popolazione conosce quale sia l'effetto sui portafogli.

Inoltre un altro elemento di rilievo è che, nei paesi esaminati, più del 70% degli intervistati non sa rispondere ad almeno sei delle otto domande.

In un'altra sezione del progetto si fa leva su una serie di domande per esaminare i vari comportamenti degli intervistati che portano ad un aumento o ad una diminuzione del benessere.

I quesiti sono trasversali e spaziano su vari argomenti, alcuni esempi sono: le persone prendono decisioni consapevoli sugli strumenti finanziari consultando varie fonti o solo alcune? Risparmiano per imprevisti futuri e hanno obiettivi di lungo periodo? E ancora, negli ultimi periodi hanno sempre pagato rate e bollette entro la scadenza?

I risultati sono diversi da paese a paese, ma alcuni di essi possono essere generalizzati. Buona parte degli individui non pianifica il futuro (cioè, non ha obiettivi di lungo raggio). Oggigiorno, invece, dobbiamo sempre più programmare e risparmiare per eventuali imprevisti che ci possono accadere. Infatti, in un mondo così turbolento ed incerto, con revisioni frequenti delle pensioni (si pensi all'Italia), crisi finanziarie e bolle speculative, uno dei principali obiettivi deve essere proprio quello di pianificare per proteggerci da improvvisi eventi che possono distruggere il nostro benessere.

Per quanto riguarda la ricerca delle informazioni per individuare gli strumenti finanziari adatti alle nostre esigenze, le conclusioni mostrano che pochi soggetti fanno

approfondite ricerche su molteplici fonti (giornali, internet, consulenti, ecc), molti invece eseguono qualche indagine superficiale, ed altri addirittura non ne fanno di nessun tipo.

Una buona parte della popolazione degli Stati Uniti, soprattutto chi ha un basso livello di *financial literacy*, basa le proprie scelte finanziarie su indicazioni da parte di amici e parenti, che a loro volta non possiedono un'alfabetizzazione e un'esperienza sufficienti ad indicare la migliore soluzione⁸.

Un ultimo fattore analizzato per misurare la *financial literacy* è l'atteggiamento degli intervistati verso il risparmio in generale: chi ha un atteggiamento positivo verso il risparmio è anche più portato a pianificare e a risparmiare realmente.

Torneremo prossimamente su questo argomento, quando parleremo della relazione tra conoscenze e comportamenti.

Con l'accrescimento di importanza del tema dell'alfabetizzazione finanziaria si sono susseguite varie indagini, in tutto il mondo. Degno di nota è sicuramente il lavoro svolto da Anna Maria Lusardi, la cui attività si è concentrata soprattutto sulla *financial illiteracy* negli Stati Uniti e sulle varie conseguenze collegate alla pianificazione della pensione.

Nei suoi vari papers volti a misurare il livello delle competenze finanziarie degli individui, Lusardi si è basata su tre semplici domande, che sono considerate la soglia minima di conoscenza per prendere delle decisioni più consapevoli. Per agire nel mondo finanziario, infatti, non si possono non conoscere concetti come l'inflazione, la diversificazione del rischio e il calcolo degli interessi⁹. In uno dei tanti sondaggi fatti,

⁸ Per maggiori approfondimenti consultare: Lusardi A., 2008, "*Household saving behavior: the role of financial literacy, information and financial education programs*", Nber Working Papers, No. 13824.

⁹ Lusardi A. e Mitchell O.S., 2011 "*Financial Literacy around the world: an overview*", Journal of Pension Economics and Finance, Vol. 10(04), pp. 497-508. Un esempio delle domande:

1) Supponiamo che tu abbia 100 dollari in un conto di risparmio e il tasso di interesse è del 2% annuo, dopo 5 anni quanto pensi di avere se lasci i tuoi soldi crescere?

A: 102 B: meno di 102 C: più di 102 D: non so

2) Immagina che il tasso di interesse sul conto di risparmio sia stato del 1% annuo e l'inflazione del 2%, dopo un anno quanto saresti in grado di acquistare con i soldi di questo conto?

A: più di oggi B: uguale ad oggi C: meno di oggi D: non so

3) L'acquisto di azioni di una singola azienda offre un rendimento più sicuro di un fondo comune azionario?

A: vero B: falso C non so

ponendo tali domande a un campione di popolazione con più di 50 anni, si evidenzia che solo un terzo è in grado di rispondere a tutte e tre le domande.

L'analfabetismo si presenta diffuso, colpendo in maniera maggiore alcuni segmenti della popolazione americana, come le donne, gli ispanici e gli afroamericani e gli aventi un basso livello di istruzione¹⁰.

I risultati sulla *financial literacy* negli USA, come nel resto dei paesi analizzati, si dimostrano quindi alquanto preoccupanti.

Il numero degli stati che hanno attuato dei programmi per la misurazione della conoscenza finanziaria sono notevoli (Canada, Australia, Olanda e molti altri), ma ancora non c'è un prototipo internazionale riconosciuto per misurarla, poiché ci sono ancora molte differenze nella metodologia impiegata per valutare le skills, ma anche nell'analizzare e misurare i risultati.

Un passo avanti è stato fatto nel 2012, quando il *Programme for International Student Assessment*, PISA 2012, ha valutato per la prima volta le conoscenze e le competenze finanziarie degli studenti di 15 anni a livello internazionale.

Il programma PISA, fin dalla sua origine negli anni 2000, è un'indagine volta a valutare le performance degli studenti alla fine dell'istruzione obbligatoria, non solo sulle conoscenze acquisite ma anche nell'applicazione delle stesse nel mondo extra-scolastico, con lo scopo di capire se hanno le basi per vivere consapevolmente nella società moderna. Si tratta di un'analisi concentrata da sempre su tre macro aree: matematica, lettura e scienze; e dal 2012, per alcuni paesi, l'area matematica si concentra anche sulla *financial literacy*.

Tornando alla novità di PISA 2012, i quesiti relativi alla *financial literacy* sono focalizzati su quattro argomenti: denaro e transazioni (a cui è dato maggior peso), gestione e pianificazione futura, rischio e rendimento, e ambiente finanziario.

Inoltre, gli studenti devono essere in grado di utilizzare tali conoscenze nel mondo reale: vengono quindi valutati anche in base alla loro capacità di riconoscere ed

¹⁰ Lusardi A. 2008, "*Financial Literacy: an essential tool for informed consumer choice?*" NBER Working Paper, No. 14084

esaminare le informazioni, di valutare le problematiche finanziarie e di applicare le conoscenze acquisite in un ambiente concreto.

I risultati saranno disponibili a livello internazionale non prima di giugno 2014 e saranno di importanza vitale per valutare le carenze dei giovani d'oggi e per progettare ed implementare così dei programmi di educazione finanziaria efficaci.

A conclusione di questo paragrafo, tra i vari campioni, modelli e sondaggi per accertare il livello delle competenze, una verifica esaustiva e completa è stata data dal sondaggio compiuto dall'*International Business School IMD* di Losanna nel 2011 per il *World Competitiveness Index*.

La tabella seguente evidenzia i primi 59 stati al mondo per financial skills: come si può notare, l'Italia occupa una posizione nelle retrovie, infatti è solo quarantaquattresima (superata anche da paesi non ugualmente sviluppati economicamente come le Filippine, la Colombia e il Kazakistan).

TABELLA 1.1: LE FINANCIAL SKILLS NEL MONDO

1	Danimarca	8,31	31	Spagna	6,70
2	Usa	8,08	32	Argentina	6,67
3	Irlanda	8,08	33	Thailandia	6,47
4	Australia	8,00	34	Giappone	6,38
5	Svizzera	8,00	35	Grecia	6,26
6	Svezia	7,91	36	Qatar	6,27
7	Canada	7,86	37	Slovacchia	6,25
8	Israele	7,83	38	Ungheria	6,21
9	Finlandia	7,79	39	Repubblica Ceca	6,16
10	Hong Kong	7,60	40	Polonia	6,04
11	India	7,60	41	UAE	6,00
12	Olanda	7,57	42	Indonesia	5,86
13	Norvegia	7,52	43	Messico	5,82
14	Germania	7,50	44	Italia	5,81

15	Islanda	7,40	45	Portogallo	5,76
16	Cile	7,33	46	Corea	5,65
17	Turchia	7,31	47	Slovenia	5,52
18	Regno Unito	7,29	48	Giordania	5,50
19	Belgio	7,24	49	Ucraina	5,49
20	Austria	7,18	50	Cina	5,48
21	Filippine	7,12	51	Peru	5,41
22	Taiwan	7,11	52	Venezuela	5,37
23	Malaysia	7,06	53	Brasile	5,35
24	Nuova Zelanda	7,04	54	Sud Africa	5,01
25	Singapore	6,94	55	Lituania	4,83
26	Colombia	6,84	56	Croazia	4,49
27	Russia	6,75	57	Estonia	4,42
28	Lussemburgo	6,72	58	Romania	4,30
29	Kazakistan	6,72	59	Bulgaria	3,73
30	Francia	6,71			

Fonte: IMD World Competitiveness Yearbook 2011

1.4 LE VARIABILI SOCIO-DEMOGRAFICHE CHE IMPATTANO SULLA FINANCIAL LITERACY

Molti sono gli studi che cercano di individuare quali siano le variabili che condizionano maggiormente l'alfabetizzazione finanziaria: possiamo prendere come riferimento alcuni dei lavori svolti da Lusardi, Mitchell, Curto, Tufano, Chen e Volpe.

Il pubblico target di questi scritti è costituito dalla popolazione in generale o dai giovani, i quali devono saper gestire sempre più anticipatamente le proprie finanze e

pianificare il loro futuro, anche per quanto riguarda argomenti distanti nel tempo, come può essere la pensione.

Lusardi e Mitchell in "*Financial Literacy around the world: an overview*" (2011) e Lusardi e Tufano in "*Debt Literacy, Financial Experiences and Overindebtedness*" (2008) fanno un'analisi esaustiva generale sulle variabili che determinano un'inadeguata *financial literacy* negli Stati Uniti¹¹.

Le variabili risultate più influenti sono il sesso, l'età, l'istruzione, l'etnia e la ricchezza/reddito.

In tutti gli studi fatti finora, le donne hanno una percentuale di risposte esatte inferiore agli uomini; inoltre, sono meno informate ed interessate a questioni economico/finanziarie e si sentono meno sicure. Questo deve spingere le autorità pubbliche e private ad investire di più in educazione finanziaria per le donne.

Per quanto riguarda l'età, i meno alfabetizzati sono gli under 30 e gli over 65. I giovani, ma soprattutto gli anziani, hanno problemi a rispondere su semplici domande riguardo i tassi d'interesse.

Anche la poca istruzione ricevuta è causa di illiteracy e scelte sbagliate riguardo i finanziamenti. Persone con un basso livello di istruzione sono più propense, per esempio, a sottoscrivere mutui troppo onerosi e di conseguenza ad avere un ritardo nel pagamento delle rate.

Ugualmente, l'etnia di appartenenza è indicazione di livello di conoscenze: infatti, i bianchi hanno una percentuale di risposte esatte superiore a tutte le altre etnie, viceversa gli afro-americani e gli ispanici sono i più carenti sotto questo punto di vista. Infine anche la disponibilità di ricchezza e reddito alto sono segnali di conoscenze e competenze finanziarie più elevate.

In merito all'altro target di riferimento, esaminando la letteratura, molte sono state le ricerche e gli studi riguardanti l'alfabetizzazione finanziaria dei giovani. Un importante contributo, anche per capire quali variabili influenzino la loro alfabetizzazione, è stato dato da Lusardi, Mitchell e Curto in "*Financial Literacy among the young: Evidence and*

¹¹ I quesiti dello studio di Lusardi-Mitchell sono quelli della nota 7, mentre quelli di Lusardi-Tufano sono relativi alla capacità degli intervistati di pagare i propri debiti contratti.

implications for Consumer Policy" (2009), e da Chen e Volpe in *"An analysis of personal financial literacy among college students"* (1998).

In generale, il livello di conoscenza negli Stati Uniti, ma in generale nei paesi sviluppati¹², è pericolosamente basso, sia per quanto riguarda le competenze di carattere generale come interesse e inflazione, sia per argomenti più circoscritti come investimenti, assicurazioni e prestiti.

Un dato eloquente dimostra che solo il 27% del campione è in grado di rispondere correttamente a domande sull'interesse, sull'inflazione e sulla diversificazione del rischio.

Si trova quindi un'analogia con gli studi che analizzano la *financial literacy* sull'intera popolazione. Anche in questo caso, le variabili di maggior importanza sono il sesso, l'etnia, il reddito e l'istruzione.

I giovani maschi, bianchi, con un livello di istruzione elevato e con un reddito ingente hanno maggiori livelli di alfabetizzazione.

Un altro fattore, non di scarsa importanza, che si rileva è l'influenza della famiglia. Genitori che hanno un alto grado di istruzione e un patrimonio elevato influenzano positivamente le competenze finanziarie dei loro figli.

1.5 INDAGINI SUL GRADO DI FINANCIAL LITERACY NEGLI STATI UNITI, REGNO UNITO E ITALIA

L'importanza di implementare un'adeguata strategia di educazione finanziaria per i vari target di pubblico è considerata ormai un obiettivo primario per ogni stato, in quanto non porta dei benefici solo ai singoli ma anche all'intero sistema economico.

Per fare ciò, è necessario per prima cosa valutare le lacune della popolazione e da qui prendere delle determinate azioni volte a migliorare il livello di *financial literacy*.

¹² Per quanto riguarda il nostro Paese si veda *"Indagine sul risparmio e scelte finanziarie degli italiani"* edizione del 2011, analisi realizzata da Intesa Sanpaolo in collaborazione con il Centro Einaudi.

Nell'ultimo decennio molte sono state le iniziative volte a misurare tale capacità¹³. In questo lavoro un interesse particolare va a Stati Uniti, Regno Unito e Italia.

Capire il livello delle competenze finanziarie degli statunitensi può spiegare in parte l'innescarsi dell'attuale crisi economica mondiale. Prendiamo in considerazione anche l'Italia e il Regno Unito, quest'ultimo considerato uno dei first mover in questo campo.

1.5.1 STATI UNITI

La crisi economica mondiale attuale, che ormai dura da più di 5 anni, è nata per varie cause, una delle quali è sicuramente la bassa competenza degli statunitensi in materie finanziarie.

Prima di soffermarci su questo argomento, è necessario fare una premessa su come sia scaturita la crisi, e su quali siano le sue determinanti.

Il peso di aver dato avvio alla crisi è sì in parte attribuito al motivo sopra citato, ma anche alle organizzazioni finanziarie in generale, alle agenzie di rating e alle autorità di vigilanza.

Le banche, attraverso un'innovazione molto spinta, hanno creato continuamente prodotti finanziari sempre più complicati e difficilmente comprensibili dalla maggior parte delle persone che non si occupano di finanza di professione.

Durante la bolla speculativa del settore edilizio in cui il valore delle case salì a livelli altissimi, le persone, anche con reddito non fisso e inadeguato per quella spesa, furono invogliate a comprare casa stipulando mutui (*mutui subprime*) che apparivano ragionevoli nei primi anni, con tassi relativamente bassi, senza sapere effettivamente a quali rischi sarebbero andate incontro negli anni successivi. Per esempio, una categoria di *mutui subprime* che si diffuse molto velocemente tra la popolazione americana, offriva un tasso di interesse che rimaneva fisso per i primi due anni ma che poi si adeguava ad un tasso variabile molto più elevato negli anni rimanenti del mutuo, con possibili conseguenze drammatiche per molte famiglie.

¹³ Per un'indagine approfondita sulla metodologia usata nei questionari, invito a consultare: OECD, 2009, "Framework for the development of financial literacy baseline survey: a first international comparative analysis", Working Papers on Finance, No. 1.
Per un elenco delle varie misurazioni di financial capability nel mondo: <http://www.dartmouth.edu/~alusardi/>

Dall'altra parte le banche, con un meccanismo che poi venne chiamato "sistema bancario ombra", per difendersi dal rischio di credito crearono i *Collateralized Debt Obligation*. Questi strumenti, attraverso un procedimento intricato, permisero di ridistribuire il rischio di credito a carico inizialmente della sola banca, tra i molti clienti internazionali compratori dei CDO. Il loro vantaggio principale, oltre al trasferimento del rischio, fu quello di permettere alla banca di avere liquidità immediata da investire, facendo crescere velocemente i guadagni.

Il meccanismo di utilizzo dei CDO ma anche di altri prodotti associati diventò complicatissimo, tanto che Gary Gorton, professore di finanza all'Università di Yale, sostenne che *"solo la banca d'investimento, che organizza l'emissione, e l'agenzia di rating che la valuta, hanno informazioni sufficienti sull'aspetto cruciale dell'operazione, [...] nessun altro è in grado di vedere attraverso e dunque gli investitori non possono valutare il rischio effettivo dei titoli"*¹⁴.

La complessità fu talmente elevata che le autorità di vigilanza non riuscirono più a controllare il sistema finanziario mondiale. Avvenne così che con lo scoppio della bolla speculativa edilizia e con le insolvenze nel mercato dei mutui subprime, le banche cominciarono a chiedere il ritorno del credito e il valore del mercato dei CDO e altri derivati si annullò in quanto nessuno volle più comprarli. Le case restituite alle banche persero gran parte del loro valore, con conseguenti grandi perdite sul patrimonio delle stesse.

Da qui in poi cominciarono le svariate crisi di varie banche americane e il fallimento di alcune, una su tutte la Lehman Brothers.

Indubbiamente si deve anche attribuire una certa colpa alle agenzie di rating, che avrebbero dovuto dare un giudizio effettivo sul rischio di quel determinato strumento finanziario. Un certo conflitto di interesse e quindi la possibilità di ottenere alti guadagni in commissioni, ha influito su questo giudizio.

¹⁴ Onado Marco, *"I nodi al pettine: la crisi finanziaria e le regole non scritte"*, Editori Laterza, Roma, 2009, pp.64.

Una terza parte che ha avuto un ruolo rilevante nella crisi è caratterizzata dalle autorità di vigilanza che non sono intervenute in tempo per regolare in modo rigido quello che stava succedendo nel mercato finanziario.

Le cause di non intervento possono essere principalmente due:

- la credenza generale che i mercati fossero sostanzialmente efficienti e quindi non servissero nuove regole,
- gli interessi del mondo finanziario e il potere delle lobby bancarie che hanno contrastato la generazione di norme per la regolamentazione del mercato.

Dopo questa introduzione doverosa, possiamo cercare di capire perché la popolazione statunitense non era preparata a prendere una decisione consapevole in ambito finanziario e quindi a non aver avuto nessun dubbio sulla rischiosità ed onerosità di un mutuo subprime.

Un contributo essenziale nella misurazione della *financial literacy* degli americani è stata data, come più volte accennato in precedenza, da Anna Maria Lusardi.

Inoltre, anche altre organizzazioni nazionali come la *FINRA Investor Education Foundation*, e le università, tra cui la Princeton University, hanno dato un ulteriore apporto nel misurare l'alfabetizzazione finanziaria degli statunitensi.

Le varie *survey* realizzate concludono tutte allo stesso modo: gli statunitensi e in particolare certe categorie di popolazione non possiedono capacità adeguate, in un contesto, sempre più complicato, per prendere decisioni finanziarie adatte ai propri bisogni, con conseguenze anche gravi sul proprio benessere.

I sondaggi realizzati dalla FINRA e dalla Princeton University¹⁵ nei primi anni della crisi confermano gli scarsi risultati sulla *financial literacy*. Questa, come su indicazione dell'OCSE, viene calcolata non solo in base alle conoscenze sulle varie nozioni e concetti, ma anche analizzando gli atteggiamenti e comportamenti dei soggetti nella

¹⁵ FINRA Investor Education Foundation, 2009, "*Financial Capability in the United States; national survey-executive summary*".
Princeton Survey Research Associates International, 2008, "*2008 Financial Literacy Survey*".

gestione delle risorse, nella pianificazione futura e nella scelta degli strumenti finanziari.

Per misurare la conoscenza, i quesiti hanno riguardato principalmente concetti basilari dell'economia come interesse, inflazione, obbligazioni e diversificazione del rischio. Meno del 10% del campione ha saputo rispondere correttamente a tutte le domande. I giovani, gli anziani, le donne, le persone con basso livello di istruzione e gli afro-americani e gli ispanici sono le categorie che ne sanno di meno, in analogia con le ricerche sostenute da A. Lusardi.

Per quanto riguarda invece l'analisi dei comportamenti, questi possono essere in generale così riassunti:

- gran parte degli americani ha problemi a pagare in tempo tasse, bollette e rate;
- i tassi di risparmio sono bassi, nel 2009 c'è stato un tracollo all'1,2% del reddito disponibile¹⁶;
- solo la metà ha stanziato dei fondi di precauzione per eventuali situazioni negative improvvise future; inoltre, una buona parte sostiene che non riesce a far fronte a degli shock improvvisi per spese le mediche, la casa, ecc...¹⁷;
- solo una parte degli americani, anche oltre i 50 anni, ha fatto una pianificazione per la pensione;
- una buona parte è poco informata sui prodotti finanziari che possiede: per esempio il 10% non sa che tasso paga sul proprio mutuo ipotecario, o ancora non conosce in quale strumento finanziario siano stati investiti i risparmi del proprio piano pensionistico;
- prima di fare una scelta su quale strumento finanziario investire, la maggioranza non si informa adeguatamente, con conseguenze anche molto pesanti sul benessere personale.

¹⁶ Per ulteriori informazioni consultare: Intesa Sanpaolo in collaborazione con il Centro Einaudi, *"Indagine sul risparmio e scelte finanziarie degli italiani: risparmiatori e risparmiatrici, primi segnali di fiducia"*, edizione del 2013, pag. 31.

¹⁷ FINRA, settembre 2013, *"Insights: Financial Capability"*, di Lusardi A.

Ora, con tutti questi risultati, si può capire che la crisi odierna non è nata solo per colpa delle banche, agenzie di rating e varie autorità di vigilanza, ma anche per colpa dell'ineguatezza delle competenze finanziarie della maggior parte dei cittadini statunitensi.

1.5.2 REGNO UNITO

É opportuno soffermarsi sulle esperienze intraprese dal Regno Unito, considerato uno dei *first mover* nel campo dell'educazione finanziaria. La differenza principale con le realtà degli altri paesi è la presenza di un unico ente nazionale che si occupa totalmente di queste materie: la FSA, ovvero la *Financial Services Authority*, che si occupa anche della vigilanza sui mercati finanziari. La FSA già nel 2006¹⁸ aveva cercato di misurare il livello delle competenze finanziarie degli inglesi: come negli Stati Uniti, anche nel Regno Unito i risultati non sono rassicuranti.

L'indagine si è concentrata, come quella della FINRA, sulla capacità delle persone di rispettare le scadenze di pagamento e di pianificare il futuro e sull'orientamento nella scelta dei prodotti finanziari. Le conclusioni sono simili a quelle riscontrate negli USA:

- una parte non irrilevante della popolazione, soprattutto gli under 40, ha difficoltà a pagare in tempo le bollette, le tasse, ecc.;
- una bassa percentuale dei cittadini pianifica il futuro per scongiurare possibili crisi finanziarie. Anche per quanto riguarda la vita post-lavorativa più di un terzo non ha predisposto alcuna pensione integrativa;
- una diffusa mancata raccolta di adeguate informazioni da diverse fonti prima di scegliere lo strumento finanziario su cui investire, con conseguenze negative come un aumento dei costi e rischi.

In generale gli under 40 risultano meno alfabetizzati finanziariamente: è in questa fascia di età che si concentra soprattutto il lavoro svolto dall'FSA, attraverso i vari programmi di educazione finanziaria nelle scuole.

¹⁸ FSA, 2006, "*Financial Capability in the UK: establishing a baseline*". www.fsa.gov.uk/financial_capability.

1.5.3 ITALIA

La crisi economica mondiale e tutte le sue conseguenze, le misure drastiche emanate dal governo Monti per ridurre il debito pubblico sempre più elevato e la riforma delle pensioni sono alcune delle ragioni che hanno modificato, anche radicalmente, la vita degli italiani.

Dagli ultimi dati Istat (2013) si può riscontrare un aumento generale della povertà delle famiglie italiane, soprattutto nelle regioni meridionali (nel Sud Italia il 23.5% della popolazione è in una condizione di povertà relativa e circa il 12.6% in povertà assoluta). Il numero di famiglie che risparmiano su varie voci di spesa (certi tipi di cibo, vacanze, sanità) è in aumento, alcune di queste in certi periodi dell'anno non riescono a farvi fronte. Infatti diversi nuclei famigliari risparmiano diminuendo, per esempio, sia la quantità che la qualità del cibo che comprano.

Le condizioni del lavoro, sempre più instabili ed incerte, hanno influito sicuramente sul reddito.

La percezione delle famiglie sulla condizione economica è eloquente: nel 2012, circa il 55% ha sostenuto che la propria situazione rispetto all'anno precedente è peggiorata, e secondo il 15% è peggiorata di molto¹⁹.

Nel 2013, il 13,5% delle famiglie ha considerato il proprio reddito insufficiente a mantenere il proprio stile di vita (nel 2002 era solo il 3,8%); la percentuale sale a circa il 25% per le famiglie che credono che il reddito al momento della pensione sarà inadeguato alle necessità che dovranno sostenere²⁰.

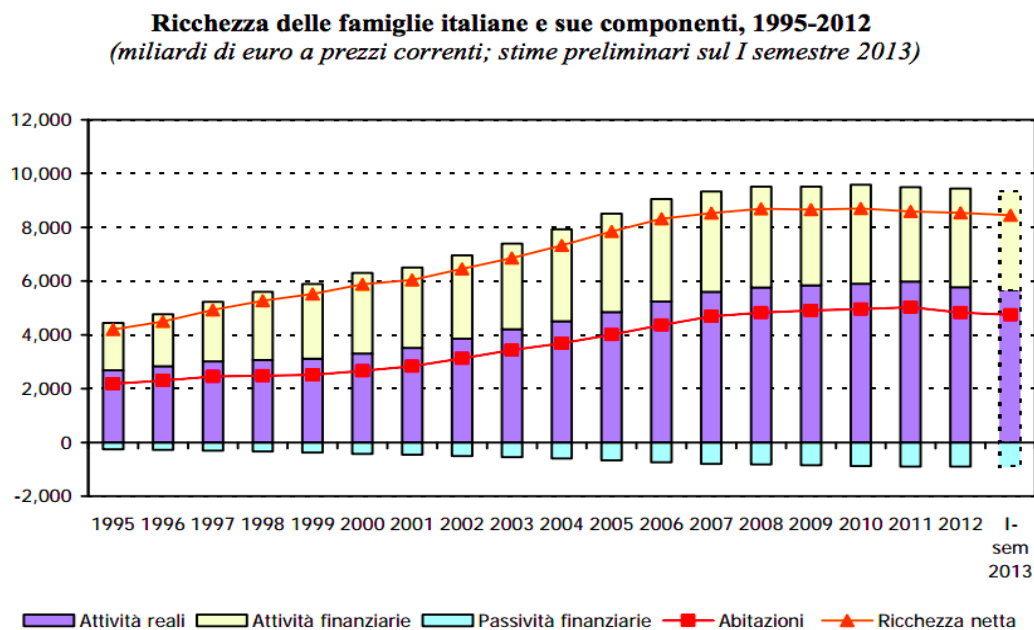
Di questa situazione economica molto precaria ne hanno risentito naturalmente anche i tassi di risparmio, i quali sono scesi di due terzi fino a circa il 7% appena scoppiata la crisi nel 2009. Sempre da un'indagine svolta nel 2013 su un campione di oltre 1000 cittadini da Intesa Sanpaolo in collaborazione con il Centro Einaudi, si ravvisa che oltre il 60% della popolazione non ha risparmiato.

¹⁹ Per un'analisi approfondita dei dati: www.istat.it/it/condizioni-economiche-delle-famiglie-e-disuguaglianze.

²⁰ Intesa Sanpaolo in collaborazione con il Centro Einaudi, *"Indagine sul risparmio e scelte finanziarie degli italiani: risparmiatori e risparmiatrici, primi segnali di fiducia"* edizione del 2013, pag. 17.

In conclusione, per chiudere il quadro riassuntivo, dal 2010 la ricchezza netta complessiva delle famiglie italiane sta calando, mantenendo a livello mondiale una posizione inferiore solo alla Francia (confrontando la ricchezza netta e il reddito disponibile lordo)²¹.

GRAFICO 1.2:



Fonte: Banca D'Italia

Alla luce di quanto detto, il contesto italiano attuale e futuro non sembra, come quasi in tutto il mondo occidentale, molto florido. Gli italiani, come si può dedurre dalla graduatoria stilata dall'*International Business School* IMD di Losanna nel 2011²², non possiedono adeguate conoscenze e capacità finanziarie per prendere decisioni corrette in un contesto così turbolento.

La prima misura del livello di alfabetizzazione finanziaria è stata realizzata dal Consorzio PattiChiari con la cooperazione del The European House-Ambrosetti

²¹ Banca d'Italia, "La ricchezza delle famiglie italiane", 12 dicembre 2013 n. 65.

²² L'*International Business School* di Losanna ogni anno, tramite la pubblicazione dell'*IMD World Competitiveness Yearbook*, stila una classifica riguardante la competitività di ogni nazione rispetto alle altre sotto diversi punti di vista. Tra le sue rilevazioni c'è anche la misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria di ciascuna nazione.

(fondato nel 1965, è gruppo professionale che offre servizi di consulenza strategica, finanziaria, operativa e direzionale ad aziende) nel 2008²³.

Il lavoro svolto da questi enti è considerato fondamentale ed è la base da cui partire per implementare programmi e altre iniziative di educazione finanziaria, che vadano a mirare i target di popolazione che ne hanno più bisogno. Si istaurerebbe così un circolo virtuoso che, oltre ad aumentare il benessere dei singoli, farebbe aumentare anche quello dell'intera società.

Prendendo come suggerimento le iniziative di altri paesi, il Consorzio ha considerato tre "aree" per misurare il livello di alfabetizzazione finanziaria e creare così un indice sintetico:

1. le conoscenze finanziarie acquisite;
2. la capacità di informarsi;
3. i comportamenti nelle scelte finanziarie.

In queste tre aree, i risultati sono stati alquanto insufficienti, con un indice sintetico generale di 3,5 su un massimo di 10: tali numeri confermano le lacune in questa materia per la maggior parte degli italiani.

Il peggior esito si è avuto nella seconda area: sette italiani su dieci non si informano su fatti economici e il numero sale nel caso di giovani, donne e persone con un grado di istruzione basso.

Interessante è quanto detto da Marco Liera sul Sole 24 Ore del 18 luglio 2010, riportato da Paolo Legrenzi nel suo libro *I soldi in testa: "Se gli italiani si accontentassero di stare solo 27 ore alla settimana davanti alla tv, anziché 28, e regalassero quell'ora guadagnata ai propri conti e investimenti, non è escluso che potrebbero ottenere un significativo miglioramento al proprio benessere. Come accade alla salute, se dedichiamo un po' di tempo al fitness"*.

Un altro dato che fa riflettere è che le persone trovano molto difficile rintracciare le notizie che servono loro: si dovrebbe rivedere la forma in cui i media diffondono le

²³ Consorzio PattiChiari in collaborazione con the European House-Ambrosetti, 2008, "L'educazione finanziaria in Italia: la prima misurazione del livello di cultura finanziaria degli italiani".

informazioni per avvicinarsi di più al cittadino medio, e si dovrebbe anche parlare più di finanza in generale aumentando così l'importanza di tale argomento all'interno della famiglia.

In conclusione, gli italiani sentono l'importanza di fare scelte giuste e consapevoli, ma non si informano adeguatamente per farlo.

Andando in ordine di risultato troviamo la terza area, riguardante i comportamenti effettivi degli italiani.

Oltre alla conoscenza dei vari concetti e nozioni, bisogna anche avere la capacità di applicarli correttamente, cosa che non avviene in modo automatico. Questa capacità viene misurata tramite domande riguardanti la gestione del risparmio, la pianificazione futura e la scelta dei prodotti finanziari più adatti.

In generale, il comportamento degli italiani è poco razionale: ad esempio sette su dieci non sono autonomi e non sanno scegliere su quali strumenti finanziari investire, uno su due non verifica l'andamento dei propri investimenti, ma soprattutto circa il 40% non pianifica il futuro.

In un ambiente come quello attuale che cambia in continuazione (si pensi alle modifiche in materia di previdenza negli ultimi 20 anni), è basilare mettersi al riparo pianificando la gestione delle risorse, evitando così di trovarsi tra un po' di anni o nell'età della pensione senza più un soldo.

Le riforme in campo pensionistico si sono susseguite in modo rapido e hanno cambiato radicalmente lo scenario rispetto a vent'anni fa. La *riforma Dini* del 1995 ha dato il via alle trasformazioni della struttura del sistema passando da un metodo retributivo, considerato da molti poco equo, trasparente e con forti inefficienze, a quello contributivo già applicato da altri paesi europei.

La *riforma Fornero* del 2012 ha contribuito ad un altro grande cambiamento nelle pensioni perfezionando la riforma del 1995. In generale tutti questi cambiamenti hanno contribuito a rendere le pensioni del primo pilastro della previdenza, cioè quello statale, molto più basse e dubbie.

I lavoratori hanno ora un ruolo attivo nelle scelte riguardanti il proprio futuro pensionistico: è quindi sempre più importante stabilire un'ottima pianificazione futura delle risorse aumentando così il benessere per quando non si lavorerà più.

I lavoratori, anche in giovane età, dovrebbero prendere in considerazione la previdenza integrativa per compensare l'abbassamento delle future pensioni statali.

I fondi pensione offrono vari vantaggi sotto diversi punti di vista rispetto al lasciare il TFR in azienda o all'Inps: garantiscono, infatti, un trattamento fiscale migliore, la possibilità di avere in anticipo parte del montante accumulato nel fondo e di realizzare una migliore diversificazione del rischio in quanto il capitale risparmiato può essere investito in diverse opzioni di investimento, secondo la propria tolleranza al rischio²⁴.

Nonostante tutti questi vantaggi e la performance superiore nel rendimento dei fondi pensione, una bassa percentuale di italiani sceglie la previdenza complementare²⁵.

Le motivazioni sono diverse: 1) la scarsa informazione sulla pensione complementare in generale, dovuta alla poca diffusione della stessa dalle istituzioni che dovrebbero invece diffonderla, quali scuole e università; 2) il tessuto industriale italiano caratterizzato dalla piccola-media impresa, dove i datori di lavoro a volte contrastano la scelta dei dipendenti in quanto vogliono che il TFR resti in azienda; 3) la sfiducia verso questo tipo di investimenti dovuta soprattutto alla poca informazione.

Per quanto riguarda la gestione del risparmio e l'investimento in strumenti finanziari (secondo l'indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani del 2013, condotta da Intesa Sanpaolo e il Centro di Ricerca e Documentazione L. Einaudi) gli italiani non si sentono autonomi e hanno molta difficoltà a scegliere lo strumento adatto: la banca e i loro consulenti restano per la maggioranza i punti di riferimento per informarsi ed investire.

²⁴ Per un maggior approfondimento sui fondi di investimento consultare Liera Marco, *"Finanza personale: le 10 decisioni chiave per pianificare le finanze di famiglia senza contare sull'aiuto dello Stato"*, Gruppo24ore, Milano, 2010 pp. 132-137.

²⁵ Dall'indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani nel 2013, condotta da Intesa Sanpaolo e dal Centro di Ricerca e Documentazione L. Einaudi, il numero di registrati ai fondi è scesa dello 0,9 e solo il 27% ha scelto la previdenza complementare.

Negli ultimi anni, le decisioni sull'oggetto su cui investire hanno avuto una graduale modifica, principalmente per l'incertezza di rendimento della maggior parte degli strumenti finanziari.

La casa, per anni fonte basilare della solidità economica degli italiani, è ritenuta attualmente da meno della metà di essi l'investimento più sicuro e propizio, anche se comunque resta quello prediletto. Le giustificazioni sono varie: dalle troppe tasse associate ad essere proprietari di immobili, alle difficoltà attuali di vendita delle case.

L'investimento in titoli mobiliari, in particolare l'investimento azionario, a causa della maggiore paura di perdite e quindi dell'incertezza di non avere un ritorno, ha avuto un calo consistente.

Una nota positiva invece è stata registrata nel risparmio gestito: gli italiani hanno dimostrato più consapevolezza nella gestione delle risorse, e per ragioni di sicurezza e di diversificazione del rischio hanno aumentato la partecipazione nei fondi comuni, nelle gestioni di patrimoni ed ETF (quest'ultimo è un particolare fondo d'investimento il cui scopo è solo quello di replicare l'indice al quale si riferisce tramite una gestione passiva).

Tornando all'indagine del Consorzio PattiChiari, troviamo infine la prima area di indagine, la quale riporta il risultato più alto. Prendendo come esempio le best practices di altri paesi, le domande per calcolare la conoscenza finanziaria sono basate sul calcolo dell'interesse, sull'inflazione, sul costo dei finanziamenti e sulla conoscenza dei prodotti finanziari.

Alcuni risultati sono eloquenti:

- solo sei italiani su dieci sanno fare semplici calcoli sugli interessi (cinque su dieci tra i giovani under 24);
- circa cinque su dieci sanno riconoscere la rischiosità dei principali strumenti finanziari come azioni e titoli di stato (quattro su dieci per gli under 24);
- oltre il 60% non è in grado di capire l'effetto dell'inflazione sul sistema economico;
- meno del 20% capisce l'effetto del tasso di interesse sui risparmi.

Tutti questi risultati sono peggiori per i giovani fino a 30 anni, per chi non ha una laurea e per chi abita nel meridione.

Da un'indagine della Doxa del 2011 su un campione di oltre 400 giovani²⁶, si è riscontrato che un giovane su due non sa in cosa consiste un'obbligazione, e quasi nove su dieci (83%) non conoscono le altre forme di investimento come i fondi comuni e affini.

Nel complesso, risulta più alfabetizzato chi abita nel Nord Italia, è laureato e rientra nella fascia di età dai 35 ai 64 anni.

Questa prima misurazione, come ricordato prima, non è considerata un lavoro a sé stante ed isolato, ma è la base per le successive analisi per innalzare l'importanza di questo argomento a livello nazionale, e per portarlo a conoscenza delle varie istituzioni pubbliche e private che dovranno attivare adeguate iniziative in modo congiunto.

1.6 LA FINANZA COMPORAMENTALE: GLI EFFETTI EMOTIVI E PSICOLOGICI CHE INFLUISCONO SULLE SCELTE FINANZIARIE

1.6.1 INTRODUZIONE ALLA FINANZA COMPORAMENTALE

Le iniziative di educazione finanziaria, oltre a fornire vari concetti e nozioni, devono andare ad incidere anche sul comportamento degli investitori. È necessario quindi spiegare quali siano i comportamenti, i ragionamenti e gli errori degli individui messi di fronte a delle scelte con esito incerto, come quelle di carattere finanziario.

Dagli anni '70 in poi, e maggiormente negli ultimi 20 anni, si è evoluto un nuovo studio, una corrente alternativa alla teoria tradizionale della *Finanza Classica*: la finanza comportamentale.

²⁶ Intesa Sanpaolo in collaborazione con il Centro Einaudi e Doxa, "Indagine sul risparmio e scelte finanziarie degli italiani" edizione del 2011.

La *behavioral finance* è nata dal lavoro svolto congiuntamente da economisti e psicologi, volto a capire come ragionino le persone e quali siano le devianze che le portano a prendere decisioni non razionali.

La *Finanza Classica* è ritenuta troppo distante dalla realtà delle cose e da come le persone pensano e ragionano effettivamente. Sembra qualcosa al di fuori della quotidianità, che studia e costruisce dall'alto vari modelli di approssimazione della realtà, come avviene per le scienze naturali. L'economia però è una scienza sociale, e quindi bisogna prendere in considerazione come gli individui pensano, quali sono le loro emozioni, paure ed incertezze, nonché i modi di interagire tra le persone.

Lo studio della Finanza Classica quindi si può definire astratto, molto differente dal contesto reale in cui le persone devono compiere delle scelte. L'idea di base ipotizza che l'individuo sia completamente razionale, abbia le informazioni necessarie con tutte le alternative possibili e sappia elaborarle e predisporle nel migliore dei modi, prendendo di conseguenza le decisioni migliori in base ai propri bisogni.

È difficile che questa serie di fatti succeda nella realtà: gli individui devono essere in grado, infatti, di fare calcoli complicati (cosa in contrasto con i risultati rilevati nelle indagini sulla *financial literacy*), ma soprattutto devono possedere tutte le informazioni possibili a riguardo di un determinato argomento. Quest'ultimo fatto è quasi impossibile che accada, specialmente nel contesto odierno.

Così la finanza comportamentale tenta di avvicinare l'agire poco razionale degli individui, a quello razionale (teorico) della finanza tradizionale.

Attraverso la psicologia cognitiva, la finanza comportamentale cerca di capire come gli individui ragionino e quali siano le specifiche devianze cognitive ed emozionali che ci portano ad essere non razionali nelle scelte.

Cercare di far capire all'ipotetico investitore quali siano le tipiche devianze a cui va incontro nel momento della decisione e tentare di motivarlo a prendere le opportune cautele e soluzioni per far sì che queste non abbiano un grande impatto, sono alcuni degli obiettivi della finanza comportamentale, la quale deve essere necessariamente integrata nel momento in cui si predispone un'iniziativa di educazione finanziaria.

1.6.2 LA DEFINIZIONE DI RISCHIO

Le ricerche e gli studi nell'ambito della finanza comportamentale hanno portato ad una definizione di rischio diversa da quella della Finanza Classica. Quest'ultima spiega il rischio con il concetto di *deviazione standard* dei rendimenti del titolo o del portafoglio titoli, all'interno di un orizzonte temporale prefissato.

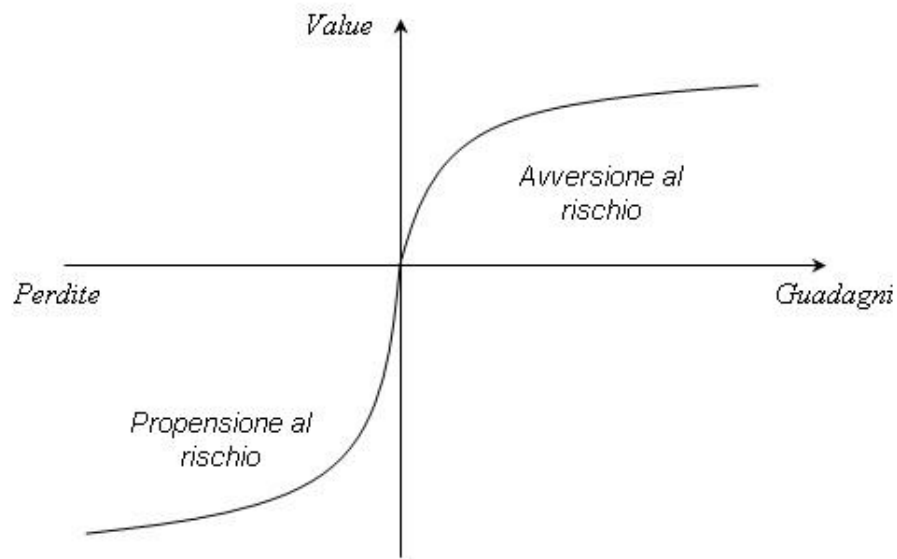
Comprendere tuttavia l'andamento di un titolo azionario o di un portafoglio nel futuro, non può essere interpretato analizzando il passato. Ci sono molte variabili economiche che influenzano tale andamento: le principali sono il PIL, l'inflazione e i tassi di interesse (un aumento del PIL ha un effetto positivo sull'andamento dei titoli, mentre l'aumento delle altre due variabili ha un impatto negativo). Un'altra variabile che ha un forte impatto sul valore dei titoli, sono i giudizi/notizie positivi o negativi che diffondono le agenzie di rating. Quest'ultime attraverso i loro giudizi sul grado di rischio di un determinato titolo, condizionano in modo molto rilevante il trend futuro di quel titolo e dei mercati finanziari in generale.

Agli investitori, quindi, interessa di più conoscere le performance future di un investimento, piuttosto che sapere come è oscillato nel passato. La stima del rischio, secondo la Finanza Classica, pertanto, poco interessa a chi deve prendere decisioni di investimento, necessariamente orientate al futuro.

Per la Finanza comportamentale, invece, il rischio può essere spiegato con la *funzione del valore* elaborata da D. Kahneman e Amos Tversky nel 1979²⁷:

²⁷ Kahneman D. e Tversky A., March 1979, "Prospect Theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263-292.

FIGURA 1.3: La funzione del valore con una forma a S di Kahneman e Tversky



Questa funzione sta alla base di questi studi alternativi all'economia tradizionale:

- si prende un punto di riferimento, che in questo caso è l'incontro tra gli assi, e si valuta che effetto hanno le perdite e i guadagni sul valore. Le persone non valutano le perdite o i guadagni in base alla ricchezza totale, ma fanno perno su quel punto di riferimento che può essere paragonato a volte allo status quo (la ricchezza attuale al momento di prendere la decisione), ma anche a qualcosa di diverso, come ad esempio un risultato che l'investitore si aspettava che accadesse. Quindi si misura l'effetto sul valore in base ai cambiamenti della ricchezza e non alla ricchezza/benessere totale.

Il guadagno e la perdita marginale, come si può notare dal grafico, hanno un effetto più rilevante vicino al punto di partenza, mentre al crescere del guadagno o delle perdite l'effetto sul valore va diminuendo;

- la curva è più ripida nell'ipotesi di perdite rispetto ai guadagni: questo spiega che per le persone, il dispiacere derivante da una perdita di qualsiasi importo è maggiore rispetto alla felicità che può portare un guadagno dello stesso importo. Infatti, vincere 100 euro non può compensare la perdita di altrettanta

cifra (mentre la Finanza Classica sostiene che per gli individui è indifferente). Le perdite, quindi, hanno un peso superiore ai guadagni di quasi il doppio: è il "potere" dell'avversione alle perdite;

- un'altra importante caratteristica della funzione riguarda l'avversione e la propensione al rischio: poiché per i guadagni la curva è concava mentre per le perdite è convessa, quanto più un investitore perde più sarà disposto a rischiare, viceversa quanto più un investitore guadagna meno sarà propenso a rischiare e avrà un atteggiamento più prudente²⁸.

Questa funzione chiarisce in parte il perché le persone, di fronte alle scelte in condizioni di rischio ed incertezza, siano poco razionali e si discostino da quanto sostenuto dalla finanza tradizionale con i suoi sistemi algebrici e matematici.

D. Kahneman e Amos Tversky, tra i vari risultati dei numerosi esperimenti condotti sui comportamenti degli individui, hanno inoltre concluso che le scelte degli investitori sono influenzate anche dal modo in cui vengono proposti e descritti i vari problemi. Invece, gli individui razionali descritti dalla Finanza Classica, di fronte alla modificazione della descrizione di domande e risposte, senza cambiare l'essenza delle stesse, non dovrebbero mutare le loro decisioni²⁹.

1.6.3 LE PRINCIPALI DISTORSIONI NELLE DECISIONI FINANZIARIE

In un ambiente come quello attuale con un'incertezza sempre più elevata, gli individui non possono essere considerati dei computer capaci di elaborare tutte le informazioni necessarie per prendere la migliore decisione.

Paolo Legrenzi nel libro *"Perché gestiamo male i nostri risparmi"*³⁰ descrive due paradossi sul risparmio, di cui il primo recita: *"Una persona risparmia per ridurre l'incertezza del suo futuro. E tuttavia, al contempo, questa persona è costretta a*

²⁸ L'avversione al rischio è stata esaminata da molti ricercatori e studiosi in generale. I primi a fare una rigorosa ricerca sul tema sono stati Daniel Kahneman e Amos Tversky, che attraverso una serie di esperimenti sono giunti a formulare la Funzione del Valore. (D. Kahneman e Amos Tversky 1979).

²⁹ Kahneman D. e Tversky A., 1984, *"Choice, Values and Frames"*, American Psychological Association, Vol. 39 (4), pp. 341-350.

³⁰ Legrenzi P., 2013, *"Perché gestiamo male i nostri risparmi"*, Il Mulino, Bologna.

collocare i suoi risparmi in forme d'investimento che, a loro volta, hanno un futuro incerto."

Quindi investire nel modo più corretto non è una cosa semplice: entrano infatti in gioco diverse variabili psicologiche, che possono portare le persone a definire una politica di investimento economicamente poco razionale.

Queste variabili sono delle trappole cognitive, cioè degli automatismi mentali che portano gli individui a fare degli errori di valutazione nel momento della decisione.

Le variabili psicologiche possono essere divise in due gruppi:

- *euristiche*: sono dei metodi mentali che cercano di ridurre l'overload informativo. Gli individui non riescono a gestire una quantità enorme di informazioni (si dice che si usa solo il 2% del nostro cervello), quindi cercano di ridurle e prenderne in esame solo alcune.
- *bias*: sono veri e propri errori che si commettono al momento delle decisioni e che, in alcuni casi, possono essere molto salati. I bias sono commessi a causa dei pregiudizi che hanno gli individui, cioè opinioni, idee e giudizi che sono presenti nella mente delle persone e che possono non essere collegati tra loro in modo razionale.

Molti sono stati gli psicologi e studiosi che hanno cercato di approfondire questi meccanismi mentali. In Italia un contributo importante è stato dato da Legrenzi, Franzosini e Sogol (2010)³¹. Le principali distorsioni identificate sono le seguenti:

- **Entusiasmo e paura**. L'entusiasmo è il principale fattore della nascita e crescita delle bolle speculative. Gli individui hanno la convinzione che il valore di un titolo crescerà all'infinito e che non avrà mai un'inversione di rendimento. La nascita delle bolle speculative è quindi dovuta all'eccessiva domanda di un determinato titolo, con l'obiettivo di rivenderlo ad un prezzo molto superiore a quello pagato. Gli individui si condizionano a vicenda sul valore intrinseco del

³¹ Franzosini G. e Franzosini S., 2010, "Finanza comportamentale: psicologia delle scelte", libreriauniversitaria.it edizioni, Padova.

titolo, aumentando sempre di più così il suo valore di quotazione. Ad un certo punto però il valore del titolo cala drasticamente, i motivi possono essere diversi: per esempio l'inizio della vendita da parte di certi investitori del titolo, o la modifica delle sue proiezioni di guadagno. Le ultime due bolle in ordine di tempo e di importanza sono state quella relativa ai titoli delle aziende operanti nel settore di Internet (1997-2000) e quella relativa al settore immobiliare che ha fatto scaturire la crisi del 2008.

Inoltre l'entusiasmo porta alla sottovalutazione di uno strumento finanziario complicato e rischioso, con effetti negativi devastanti (un esempio è la sottoscrizione di mutui subprime da parte di investitori poco informati).

La paura invece spinge al disinvestimento incontrollato o all'inattività. La paura di non investire nel modo corretto, può portare alla ricerca di ulteriori informazioni per essere più sicuri sulla decisione da prendere. Facendo così si può investire/disinvestire in ritardo: cioè comprare quando il titolo è caro e vendere quando è in discesa³².

- **Euristica della disponibilità/riconoscimento.** Molte volte quando dobbiamo prendere delle decisioni di investimento e dobbiamo fare delle valutazioni sulla probabilità che avvenga un determinato evento futuro (per esempio un calo inaspettato del titolo), facciamo riferimento a dei fatti simili che sono successi nel passato e che ricordiamo più facilmente. Questa facilità di ricordo dipende dal momento temporale in cui tali fatti sono avvenuti oppure dalla fonte che ha diffuso le informazioni (giornali, notiziari, amici, famiglia, ecc..).

La stampa, ad esempio, portando a conoscenza degli individui i fatti e le circostanze accadute, può influenzare le loro scelte non sempre in modo positivo. Soprattutto le persone meno alfabetizzate finanziariamente scelgono i titoli in base alla notorietà, con conseguenze a volte dolorose (il caso Parmalat ne è un esempio).

³² Legrenzi Paolo, "Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento", Il Sole 24 ore", Milano, 2006, pp. 78-79.

- **Euristica dell'ancoraggio.** Per ridurre la complessità e l'overload informativo, e dare così un giudizio sugli eventi futuri, gli individui partono da un punto di riferimento soggettivo, detto *àncora* (per esempio il valore iniziale di un titolo). Questo costituisce la base su cui poi gli individui andranno a fare degli aggiustamenti in riferimento alle successive informazioni. Queste, tuttavia, non lo andranno ad integrare in modo sufficiente e completo per poter prendere la decisione più giusta possibile, in quanto le persone sono troppo concentrate/fissate al valore *àncora*³³.

- **Rimpianto da omissione e da commissione.** Questi due rimpianti ci danno modo di spiegare l'**effetto disposizione**. Il primo rimpianto avviene quando non si è compiuta un'azione che si poteva fare e i cui risultati sarebbero stati positivi; il secondo invece quando si è deciso di compiere un'azione che si sarebbe potuta evitare³⁴.

Questi due rimpianti, oltre al fatto che influenzano le scelte successive, portano all'effetto disposizione nelle decisioni finanziarie: gli investitori, per non avere rimpianti, vendono troppo presto i titoli il cui corso sta salendo e non vendono subito quelli che perdono.

Questo perché sono spinti a vendere i titoli vincenti per paura di subire una perdita improvvisa, avendo poi però un rimpianto per non avere tenuto il titolo e aver guadagnato ulteriormente. Dall'altra parte non vogliono ammettere di aver fatto una scelta sbagliata nella speranza che il titolo prima o poi risalga.

Questo atteggiamento è riscontrabile anche nella *Funzione del Valore*: quando si sta guadagnando si diventa più prudenti e si tende a vendere il titolo, mentre quando si sta perdendo si è meno avversi al rischio e si tiene il titolo perdente.

³³ Per avere un esempio concreto sull'effetto creato da tale euristica consultare: Legrenzi P., 2006, *"Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento"*, Il Sole 24 ore", Milano, pagina 193.

³⁴ Le varie interviste hanno dimostrato che dà più dispiacere il rimpianto per commissione.

- **Effetto di focalizzazione.** E' uno degli errori che si fa maggiormente quando si cercano le informazioni necessarie per prendere una decisione. La focalizzazione è l'attitudine a concentrarsi solo su alcune possibilità di scelta, disinteressandosi di tutte le altre alternative. Le persone ricercano, pertanto, informazioni su quelle poche scelte individuate, senza preoccuparsi di tutte le altre che possono essere anche migliori. Questo tipo di effetto porta ad ignorare il costo opportunità, cioè il costo dell'alternativa migliore trascurata e ad un eventuale rimpianto se la scelta si è rivelata molto deludente.
- **Dissonanza cognitiva.** La paura di avere un rimpianto sia da omissione che da commissione porta a voler evitare a tutti i costi la dissonanza cognitiva. Questa avviene quando un individuo sviluppa idee e comportamenti tra loro contrastanti. Gli investitori quindi, quando devono prendere una decisione, eliminano tutte le idee ed informazioni in contrasto con il loro pensiero inizialmente prefissato, sostenendo e valorizzando invece quelle a favore³⁵.
- **Costi sommersi.** Le persone in generale hanno difficoltà ad abbandonare una scelta sbagliata fatta nel passato, per esempio un investimento che si è rivelato deludente e che bisognerebbe lasciar perdere al più presto in quanto i costi non sono più riscattabili. Questo avviene perché gli individui sono amareggiati dall'ammettere di aver fatto una scelta errata, ma anche dal fatto che hanno investito del tempo, denaro e lavoro in quell'investimento. Le decisioni future, quindi, vengono condizionate da questi costi sommersi che si dovrebbero lasciare da parte³⁶.
- **Errore di attribuzione.** Gli investitori sono fortemente focalizzati sul proprio consulente finanziario e pensano che sia il migliore in circolazione, fino ad assegnargli i successi che in verità sono del tutto casuali e collegati

³⁵ Franzosini G. e Franzosini S., 2010, *"Finanza comportamentale: psicologia delle scelte"*, libreriauniversitaria.it edizioni, Padova, pp. 63-66.

³⁶ Legrenzi P., 2012, *"I soldi in testa"*, Editori Laterza, Roma, pp. 44-48.

all'andamento del mercato finanziario. Di conseguenza non si interessano della performance degli altri consulenti e hanno un'assoluta fiducia nel proprio.

La maggior parte delle persone però non sa, per esempio, che difficilmente il proprio consulente riesce a realizzare un portafoglio titoli che batta la media del mercato. Sarebbe più conveniente comprare un Etf, cioè un fondo passivo i cui titoli inclusi non fanno altro che replicare l'andamento di un indice che rappresenta la media di un mercato³⁷.

- **Bilanci mentali (mental accounting).** I bilanci mentali sono tra le più influenti trappole cognitive, in quanto portano le persone a ragionare in modo parziale e "locale". Quando gli individui devono fare delle scelte economiche, sia di investimento che di consumo, ragionano per compartimenti separati: dividono la loro ricchezza in diversi stock e ciascuno di essi è destinato a diversi obiettivi di investimento o di spesa, contravvenendo alle logiche della razionalità economica in quanto il denaro può essere utilizzato o destinato per qualunque scopo.

Nelle decisioni di investimento le famiglie sono solite avere tre conti mentali (si parla proprio di un portafoglio comportamentale). Il primo è costituito da una riserva di sicurezza per eventuali imprevisti (come problemi di salute, riparazioni alla casa, ...), dove le forme di investimento più usate sono i conti correnti e le polizze assicurative. Nel secondo conto, che forma la maggior parte della ricchezza posseduta dalla famiglia, il patrimonio viene investito in strumenti finanziari prudenti (titoli di stato, obbligazioni, buoni postali, ecc...) con lo scopo di mantenere e tutelare appunto la ricchezza della famiglia.

Dopo aver investito nei primi due conti e avendo ancora la disponibilità di risorse, si può passare al terzo. Qui il fine ultimo è il desiderio di arricchimento,

³⁷ Per un esempio del confronto tra il rendimento dei fondi attivi rispetto quelli passivi consultare: Legrenzi Paolo, *"I soldi in testa"*, Editori Laterza, Roma, 2012, pp. 78-82.

quindi innalzare il rendimento degli investimenti con un conseguente aumento del rischio, investendo in azioni, private equity, commodities, ecc...³⁸.

I bilanci mentali quindi fanno sì che due investimenti, presi nello stesso arco temporale, con andamenti opposti non vengano compensati in quanto appartenenti a due conti mentali separati.

- **Effetto dotazione.** Esso è di diretta derivazione dal mental accounting e dalla paura che si ha delle perdite e dei rimpianti. Consiste nel dare più valore a ciò che si possiede, che fa parte appunto della propria dotazione, rispetto alla cifra che si è disposti a pagare per avere lo stesso identico oggetto³⁹. Il bene che si possiede viene valutato come una mancata vendita e di conseguenza una mancata entrata di denaro, che è considerata di maggior valore rispetto ai costi e ai sacrifici che bisognerebbe sostenere nel momento in cui si andrebbe a comprare lo stesso tipo di bene.

- **Senno di poi.** Questa distorsione porta le persone, soprattutto la stampa e gli analisti finanziari, ad interpretare un evento passato (per esempio un calo di rendimento di un titolo) come qualcosa che era di facile previsione.

La stampa specializzata, a volte, commenta l'andamento della borsa del giorno precedente come se gli eventi trascorsi fossero quasi certi ed inequivocabili, influenzando su scelte e stati d'animo degli investitori.

Questo bias porta il consulente finanziario ad avere difficoltà a spiegare ai propri clienti il perché non si è intervenuti in tempo per scongiurare quel fatto negativo prevedibile.

Inoltre conduce ad un'altra trappola cognitiva che è l'**over-confidence**: il mondo e i fatti che ci circondano sono facilmente interpretabili e definibili, portandoci

³⁸ Per un maggiore approfondimento del criterio di scelta delle forme di investimento, consultare: Liera Marco, *"Finanza personale: le 10 decisioni chiave per pianificare le finanze di famiglia senza contare sull'aiuto dello Stato"*, Gruppo24ore, Milano, 2010, pagina 81.

³⁹ Consultare Legrenzi P., 2012, *"I soldi in testa"*, Editori Laterza, Roma, pp. 62-63 per avere un esempio di tale effetto.

ad essere più sicuri nelle scelte. Questo effetto ha anche un lato negativo perché spinge gli individui ad essere meno prudenti, sottovalutando i rischi connessi all'investimento ed a basarsi troppo sulle proprie capacità di prevedere il futuro.

Molti psicologi (Legrenzi P., 2006⁴⁰; Kahneman D.- Riepe M.W., 1998⁴¹) hanno dimostrato che le persone, sottoposte a varie domande, hanno un range contenente la risposta corretta molto stretto: il limite superiore e quello inferiore sono troppo vicini tra loro, confermando l'over-confidence nelle decisioni.

- **Preferenza per gli asset famigliari.** Diversi studiosi e psicologi⁴² hanno dimostrato che le persone preferiscono investire e diversificare il proprio portafoglio comprando strumenti finanziari del proprio mercato nazionale, a loro più vicini e familiari. Questo principalmente per motivi di prudenza e di incertezza nelle altre forme di investimento, in principal modo quelle di carattere internazionale.

Molte famiglie americane investono oltre la metà del proprio portafoglio in un unico titolo, specialmente dell'azienda per cui lavorano, contraddicendo il principio della diversificazione del rischio.

Come si può notare, le trappole cognitive ed emozionali sono molte e devono esser portate a conoscenza degli individui per aumentare la loro consapevolezza nel momento delle scelte. Le iniziative di educazione finanziaria hanno tra i tanti fini anche questo: difficilmente si riuscirà a correggere definitivamente i comportamenti dei soggetti, ma si potrà affievolire sicuramente l'effetto di tali trappole psicologiche.

⁴⁰ Legrenzi P., 2006, *"Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento"*, Il Sole 24 ore", Milano.

⁴¹ Kahneman D. e Riepe M.W., 1998, *"Aspects of investors Psychology"*, Journal of Portfolio Management, Vol. 24, N.4.

⁴² Huberman G., 2001, *"Familiarity Breeds Investment"*, Review of financial studies, No. 14, pp. 659-680.

1.7 LE INIZIATIVE DI EDUCAZIONE FINANZIARIA

Il livello di alfabetizzazione finanziaria in tutti i paesi occidentali è risultato insufficiente per garantire un benessere finanziario soddisfacente in un ambiente così incerto e turbolento come quello attuale.

L'inadeguatezza delle conoscenze e di conseguenza delle competenze può portare a degli effetti catastrofici sui bilanci delle famiglie; un esempio lampante è l'incoscienza degli acquirenti dei mutui subprime negli Stati Uniti.

Sono cresciute, così, sempre più le iniziative di educazione finanziaria, a favore innanzitutto delle categorie più indifese, cioè i giovani, le donne e i soggetti in procinto della pensione.

Il concetto base di tutti i progetti non è solo quello di dare una serie di concetti, informazioni e dati ai soggetti, ma anche quello di interagire con essi, monitorando costantemente il loro livello di *financial literacy*.

1.7.1 LE PROPOSTE DELLE ORGANIZZAZIONI SOVRANAZIONALI

La necessità che gli individui siano almeno sufficientemente attrezzati in questo ambito, per scongiurare che in futuro succedano altre crisi come quella attuale, è stato recepito dalle istituzioni sia europee che internazionali.

Le organizzazioni sovranazionali che hanno favorito lo sviluppo di iniziative di educazione nei vari paesi, sono state principalmente tre:

1. *la Commissione Europea;*
2. *l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE);*
3. *la Banca Mondiale.*

Gli scopi principali sono spingere e incentivare i paesi ad organizzare una rete di coordinamento tra i vari progetti degli enti nazionali, a portare l'educazione finanziaria nelle scuole ed a differenziare i programmi in base al target di riferimento.

Il lavoro svolto dalla **Commissione Europea** inizia nel dicembre del 2007 tramite la *Communication on Financial Education*⁴³, considerata la base da cui partire per impostare ed organizzare le iniziative nei vari paesi membri.

La comunicazione contiene: un'introduzione all'educazione finanziaria e ai suoi effetti positivi sulla società in generale, le varie iniziative che sarebbero state prese (di cui tratterò nelle righe che seguono) e i principi di cui bisognerebbe tenere conto mentre si implementa un'iniziativa (quest'ultimi in coerenza con quanto già sostenuto dall'OCSE nel 2005 con le *"Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness"*).

Un primo sforzo sul campo da parte della Commissione Europea è stato la creazione, nel 2008, dell'*Expert Group on Financial Education* (EGFE). Un gruppo formato da 25 esperti della materia, provenienti dai paesi membri dell'Unione Europea, con lo scopo di condividere le esperienze del proprio paese con quelle degli altri e scambiarsi idee sulle best practices da seguire in futuro.

I temi più trattati, su iniziativa della Commissione, riguardano l'educazione nelle scuole e l'importanza del risparmio alla pensione. Fino ad ora gli incontri sono stati solo cinque: c'è stato un buono scambio di informazioni ed esperienze, ma non si è avuta poi una vera continuazione ed un approfondimento dei temi trattati.

Un'altra opera della Commissione è stata la realizzazione di un portale informatico nel 2009, l'*European Database for Financial Education* (EDFE), che raccoglie tutti i lavori svolti sul tema divisi per area geografica, metodi e target di pubblico. Il portale è aperto all'uso da parte di chiunque, dalle istituzioni governative al cittadino, ma anche qui si trova un lato negativo, cioè la bassa utilizzazione dello stesso per una mancata conoscenza dello strumento e per la poca importanza che molti individui danno all'argomento.

Un altro portale, che verrà impiegato più costantemente quando saranno obbligatori gli insegnamenti di educazione finanziaria nelle scuole, è il *Development of Online Consumers Education Tools or Adults* (DOLCETA). Creato nel 2003, promuove la

⁴³ Commission of the European Communities, 18/12/2007, *"Communication from the commission financial education"*, COM 808 Final.

conoscenza dei diritti dei consumatori e fornisce materiale didattico agli insegnanti ed educatori per agevolare la loro preparazione nel momento in cui decidono di fornire nozioni finanziarie durante le loro lezioni.

La tutela dei diritti e la conoscenza degli strumenti finanziari sono considerati fondamentali, sia per il benessere dei singoli, ma anche per tutto il sistema finanziario, in quanto gli investitori sceglieranno gli strumenti più adatti alle loro caratteristiche, scongiurando la possibilità di insolvenze e quindi preservando la stabilità e solidità dell'economia.

Un'ultima attività degna di nota, promossa per aumentare la conoscenza e l'importanza dell'educazione finanziaria, sono state le diverse sponsorizzazioni sotto forma di patrocinio (quindi senza contributo finanziario) da parte della stessa Commissione, per degli eventi organizzati dagli stati membri. Questa attività negli anni è andata calando, principalmente per motivi di mancanza di sostegno finanziario ai paesi che organizzavano gli eventi di educazione finanziaria.

Per concludere questa carrellata di interventi europei riguardanti l'educazione finanziaria, non si può non fare un accenno alla direttiva *MIFID* (direttiva 2004/39/CE) in vigore in Italia dal primo novembre 2007.

La direttiva venne varata per adeguarsi ai cambiamenti che stanno avvenendo nei mercati finanziari sempre più complessi ed integrati: i fini principali sono quindi quelli di dare maggior protezione a tutti gli investitori e di mantenere l'integrità e l'efficienza dei mercati controllando in modo più rigido l'operato degli intermediari finanziari.

I cambiamenti maggiori che si possono riscontrare nella direttiva riguardano: l'organizzazione interna degli intermediari per efficientare il controllo interno, una nuova disciplina in materia di conflitti di interessi ed incentivi agli intermediari, una nuova classificazione della clientela per regolare gli obblighi informativi e le tutele relative, una maggiore informativa obbligatoria sugli strumenti finanziari negoziati.

Gli intermediari finanziari, quindi, devono avere un rapporto più intenso e diretto con i propri clienti: per ciascuno di essi devono reperire più informazioni possibili riguardanti i loro obiettivi, la propensione al rischio, la situazione patrimoniale, ma anche come

pensano e reagiscono (ecco l'utilità della finanza comportamentale). Dall'altra parte però i clienti devono essere più informati, sia sui loro diritti che sui loro doveri.

Un'altra organizzazione molto attiva a livello mondiale nell'educazione finanziaria è l'OCSE. Già nel 2005 con il documento *"Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness"* ha introdotto l'importanza di sviluppare dei progetti in questo campo.

Un importante passo avanti è stata la pubblicazione di un altro documento, che va ad integrare quello appena citato. Il *"Guidelines on Financial Education at School: a guidance on learning framework"*⁴⁴ cerca di fornire delle linee guida per introdurre l'istruzione finanziaria nelle scuole. Lo scopo è di creare una rete di organismi pubblici e privati che sappiano gestire, come se fossero un unico ente, lo sviluppo dei programmi verso target di riferimento ben delineati. Quindi saper gestire le risorse a disposizione, definire accuratamente gli obiettivi per ogni target di pubblico e, infine, saper monitorare i risultati.

Le rilevazioni sulla *financial literacy* hanno dimostrato la poca dimestichezza dei giovani con concetti come inflazione, diversificazione e di tasso di interesse, che sono la base per muoversi, oggi ancora di più, nel mondo finanziario. Oggigiorno i giovani devono sempre più velocemente e in giovane età cominciare a comprendere questi concetti e saperli mettere in pratica, altrimenti il loro futuro avrà un benessere finanziario molto inferiore a quello delle generazioni passate.

Pertanto introdurre lezioni di finanza fin dalle scuole elementari può portare a dei benefici sicuramente nel lungo periodo.

Nel 2008 tramite il documento *Recommendation on Good Practices for Enhanced Risk Awareness and Education on Insurance Issues*⁴⁵, l'OCSE ha dato ulteriori buone pratiche alle istituzioni pubbliche e private dei vari paesi, con lo scopo di aumentare la protezione e la *financial literacy* dei loro cittadini nel campo delle assicurazioni e dei rischi.

⁴⁴ OECD, 2011, *"Guidelines on Financial Education at School: and guidance on learning framework"*, www.oecd.org

⁴⁵ OECD, 2008, *"Recommendation on Good Practices for Enhanced Risk Awareness and Education on Insurance Issues"*, www.oecd.org.

Il contributo dell'OCSE è continuato concentrandosi in varie attività come la misurazione e il monitoraggio del livello di *financial literacy* nel mondo, la protezione dei consumatori, l'educazione finanziaria per le donne e l'aiuto ai policymakers a disegnare una strategia efficace per l'educazione finanziaria.

Inoltre l'OSCE ha creato nel 2005 l'*International Gateway for Financial Education* (IGFE), un portale che raccoglie tutte le opere e ricerche fatte fin qui in tutto il mondo sul tema; nel 2008 l'*International Network on financial Education* (INFE), un'unione di autorità pubbliche di vari paesi con lo scopo di condividere idee e progetti per delineare i futuri interventi e metodologie per sviluppare la *financial education*.

Uno dei progetti sviluppatosi è proprio PISA 2012, già descritto in precedenza, con il fine di misurare le competenze delle future generazioni di adulti.

La **Banca mondiale** ha concentrato il suo lavoro sulla protezione dei consumatori/investitori, per mantenere la stabilità del sistema economico mondiale e la fiducia degli individui nelle istituzioni dei mercati finanziari.

Nel 2010 ha creato un programma⁴⁶ per sostenere i paesi nell'implementare un sistema efficace di protezione verso i propri cittadini; e nel 2012 ha reso noto un documento basilare⁴⁷, sempre per stimolare la produzione di regole a favore della tutela dei consumatori.

Il lavoro svolto da queste Istituzioni ha alzato il dibattito e la consapevolezza dell'istruzione finanziaria e dei suoi benefici, tuttavia non molti stati hanno introdotto delle politiche a sostegno di ciò: per esempio pochi paesi hanno inserito l'obbligatorietà degli insegnamenti di materie finanziarie nei curricula scolastici.

In Italia la situazione è ancora in fase di sviluppo embrionale: non sono state emanate norme che vanno a regolamentare l'educazione finanziaria a scuola, non c'è un organo centrale che organizzi ed indirizzi le varie proposte dei molti enti nazionali e la

⁴⁶ Il programma è il "*Global program for consumer protection and financial Literacy*". Per ulteriori informazioni e dettagli del programma: web.worldbank.org.

⁴⁷ The World Bank, giugno 2012, "*Good Practices for Financial Consumer Protection*".

diffusione della materia finanziaria ai cittadini tramite i media è tuttora poco sviluppata.

1.7.2 LA SITUAZIONE DI ALCUNI STATI

Nei paragrafi 1.5.1, 1.5.2 e 1.5.3 abbiamo parlato della *financial literacy* negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Italia. Ora indagheremo le esperienze di educazione finanziaria sviluppate in questi paesi, con l'aggiunta della Repubblica Ceca che può rappresentare una best practice nell'imposizione obbligatoria di materie finanziarie nei curricula scolastici.

1.7.2.1 STATI UNITI

Diverse sono state le iniziative per aumentare il livello di *financial literacy*, quest'ultimo dimostratosi in generale non sufficiente e molto basso in certe fasce della popolazione americana, causando in parte lo scoppio dell'attuale crisi economica. A maggior ragione, dopo lo scoppio, sono aumentate le iniziative di educazione finanziaria promosse sia da enti governativi (*Federal Reserve, Department of Treasury, ecc...*) sia da enti privati come la *JumpStart Coalition for Financial Literacy*.

Una parte delle esperienze, oltre a fornire una serie di concetti finanziari in vari modi e forme, cerca di interagire ed avere un feedback con gli individui, così da monitorare anche il loro comportamento in relazione a certe situazioni reali.

Il lavoro delle autorità nel paese considerato la culla dell'ingegneria finanziaria, iniziò nel 2003 tramite la "*Financial Literacy and Education Commission*" istituita dal Department of the Treasury.

Il fine prioritario della Commissione è coordinare tutte le iniziative di educazione finanziaria create nel territorio statunitense: il lavoro viene svolto principalmente online tramite il sito *Mymoney.gov*, dove i cittadini possono reperire diverse informazioni riguardo le iniziative sul tema. Il sito oltre a somministrare concetti riguardanti i cinque punti fondamentali per avere e conservare un benessere finanziario adeguato (prestiti personali, consumo, guadagno, protezione, risparmio ed investimenti), ha altre due sezioni, una per supportare educatori ed insegnanti di diversi livelli di insegnamento

durante le loro lezioni e un'altra che raccoglie tutte le ricerche fatte sulla *financial literacy* che servono come suggerimento ai ricercatori per svilupparne delle altre.

Un'altra iniziativa promossa dalla Commissione è stata la creazione nel 2006 della *National Strategy for Financial Literacy*, rivista poi nel 2011. I punti basilari della strategia sono quelli di aiutare gli individui a prendere decisioni consapevoli durante tutto il loro ciclo di vita, dai primi prestiti ed investimenti fino alla pensione. Inoltre cerca di organizzare le iniziative e i progetti futuri nel campo dell'educazione finanziaria tra tutti gli enti pubblici e non, in modo che siano più efficaci e possano avere un impatto più forte sulle competenze delle persone.

La revisione del 2011⁴⁸ ha individuato quattro obiettivi da realizzare che rappresentano il lavoro da svolgere nel futuro: 1) aumentare e diffondere l'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria e favorire l'apprendimento; 2) favorire l'aumento delle competenze finanziarie per prendere decisioni consapevoli in tutto l'arco della vita; 3) rendere migliore il coordinamento delle varie iniziative delle istituzioni condividendo esperienze, metodologie di insegnamento e di monitoraggio; 4) incentivare la ricerca sulla *financial literacy* e diffondere i programmi implementati più efficaci, oltre che le best practices.

Un altro ente governativo che ha contribuito all'educazione finanziaria è la *Federal Reserve*: la sua attività si concentra nelle scuole e in base al relativo grado fornisce lezioni e organizza quiz e games per una partecipazione più diretta degli studenti ai diversi ambiti in cui agisce la stessa banca⁴⁹.

Un'altra iniziativa degna di nota è la creazione del *Financial Literacy Center* realizzato dalla cooperazione di più enti (Rand Corporation, Dartmouth College e the Wharton School of the University of Pennsylvania) nel 2009, con lo scopo di realizzare progetti innovativi e all'avanguardia per aumentare la capacità di prendere decisioni consapevoli.

⁴⁸ Financial Literacy and Education Commission, 2011, "*Promoting Financial Success in the United States: National Strategy for Financial Literacy 2011*", www.Mymoney.gov.

⁴⁹ Per un approfondimento sulle lezioni e quiz/games: www.federalreserveeducation.org.

I progetti sono specializzati su specifici focus, per esempio: i bisogni ricorrenti in ogni singola fase del ciclo della vita, oppure i bisogni di certe fasce della popolazione caratterizzate da dissesti finanziari avvenuti di recente o semplicemente da una situazione di povertà.

Anche sul fronte privato le iniziative sono state numerose e differenziate: banche, assicurazioni e associazioni private hanno dato il loro sostanzioso contributo.

Quella che ha avuto un risvolto molto importante e visibile è la *JumpStart Coalition for Financial Literacy*⁵⁰, una coalizione appunto di svariati stakeholders impegnati nel fornire educazione finanziaria ai giovani. Il servizio viene svolto, come la maggior parte delle esperienze, tramite internet: nel loro sito si possono trovare tutte le iniziative effettuate sul tema dagli enti sia pubblici che privati, le best practices nella fornitura di materiali didattici ai giovani e i requisiti che bisognerebbe avere in ciascun stato federale.

Tuttavia l'obbligatorietà di introdurre l'educazione finanziaria nei curricula scolastici non viene imposta da tutti gli stati federali, con la conseguenza che si possono creare marcate differenze da una popolazione all'altra all'interno del paese.

Inoltre un altro lato negativo di queste iniziative riguarda il fatto che solo alcune poi monitorano l'effettivo esito delle conoscenze acquisite sul comportamento tenuto dagli individui.

1.7.2.2 REGNO UNITO

Il Regno Unito è considerato il faro guida nel campo dell'educazione finanziaria (anche se quest'ultima nei curricula è obbligatoria solo in Galles). A differenza di altri paesi, come ad esempio gli Stati Uniti, la diffusione dell'istruzione finanziaria è gestita da un solo ente, ovvero la *Financial Services Authority*.

La FSA, essendo l'autorità che controlla i mercati finanziari, ha diversi compiti oltre quello di organizzare le politiche di *financial education* nel paese: deve infatti assicurare un adeguato livello di fiducia nel mercato e proteggere i diritti degli investitori, oltre che mantenere l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari.

⁵⁰ www.jumpstart.org

Il punto di partenza è stato la creazione della *National Strategy for Financial Capability* nel 2006, che ricorre in aiuto di banche, assicurazioni, enti non profit e media per sviluppare le varie iniziative.

Nel paragrafo 1.5.2 abbiamo riscontrato che gli inglesi non pianificano adeguatamente il loro futuro, hanno difficoltà a scegliere il prodotto più adeguato alle loro esigenze e inoltre una buona parte della popolazione ha problemi a pagare in tempo i suoi debiti. La FSA ha così sviluppato dei programmi diversificati per target di riferimento⁵¹.

Gli obiettivi di questi programmi sono: l'inclusione dell'educazione finanziaria nei curricula scolastici nazionali e nei posti di lavoro e la preparazione per la pianificazione alla pensione, per gli investimenti consapevoli, per le famiglie con figli a carico e per i giovani dai 16 ai 25 anni.

Il programma che ha avuto più popolarità è il *Learning Money Matters* realizzato dalla FSA in cooperazione con il *Personal Finance Education Group* nelle scuole secondarie, con lo scopo di alzare l'importanza della gestione del risparmio ai fini del benessere finanziario. Il programma viene eseguito fornendo (anche tramite il sito del Personal Finance Education Group: www.pfeg.org) materiale, servizi e altri strumenti a supporto degli insegnanti.

Altre due iniziative che hanno avuto risultati positivi in termini di successo sono l'*Helping Young Adult Sense of Money* e il *Make the Most of your Money*.

Il primo è rivolto ai giovani che hanno terminato la scuola e non sono entrati ancora nel mondo del lavoro. Il supporto viene dato principalmente tramite il sito web (www.moneymakesense.co.uk) dove vengono forniti strumenti, nozioni, quiz e games utili ai giovani su vari argomenti, ma anche materiale didattico per gli educatori. Il secondo progetto invece viene fornito nei luoghi di lavoro tramite dei seminari gratuiti o anche tramite web e riguarda argomenti che spaziano su vari ambiti finanziari.

1.7.2.3 REPUBBLICA CECA

Nel panorama europeo, una delle nazioni più sviluppate nel dare un'educazione finanziaria ai propri cittadini è la Repubblica Ceca.

⁵¹ FSA, "*Buinding financial capability in the UK*", www.fsa.gov.uk.

Considerata la best practice nel fornire l'educazione finanziaria nelle scuole, ha creato un'eccellente struttura nazionale per coordinare il lavoro dei vari enti occupati nel settore, tra cui spicca il Ministero della Finanza. Quest'ultimo è stato il promotore per innalzare il livello di *financial literacy* nel paese, valutato insoddisfacente secondo un sondaggio nazionale.

Nel 2007 è stato così creato il *Working Group for Financial Education* con il fine di organizzare e coordinare tutti gli organismi nazionali coinvolti e, tramite il documento *Financial Education Strategy*, è stato individuato il percorso ideale per sviluppare la *financial literacy*. Questo documento è diviso per target di riferimento: giovani appartenenti alla scuola primaria, giovani appartenenti alla scuola secondaria ed infine adulti.

L'educazione finanziaria nelle scuole è il punto di forza della strategia nazionale: dal 2013 è, infatti, obbligatoria sia in quelle primarie che in quelle secondarie.

Il punto di partenza è stato la creazione da parte del Ministero della Finanza e del Meys (ovvero il ministero dell'educazione) del *Financial Education System for Primary and Secondary Schools*, il quale ha costruito le basi per l'implementazione obbligatoria nelle scuole dell'istruzione finanziaria.

Vengono imposte così delle linee guida alle scuole (per esempio quali argomenti trattare e quali obiettivi raggiungere in base al livello dei ragazzi) lasciando libertà a quest'ultime di impostare gli insegnamenti come meglio credono.

Per quanto riguarda gli adulti, la posizione degli organismi governativi è più defilata: essi stabiliscono solo le linee guida, e lasciano lo sviluppo dei vari programmi ad enti privati come banche ed assicurazioni.

1.7.2.4 ITALIA

La rilevazione dell'alfabetizzazione finanziaria in Italia, come del resto in quasi tutti gli altri paesi occidentali, non ha portato a conclusioni positive sul suo livello. La situazione è anche molto più negativa rispetto a molti altri stati, come dimostra l'analisi dell'*International Business School* IMD che ci posiziona solo al quarantaquattresimo posto: una posizione non meritevole per un paese in cui le

famiglie possiedono una ricchezza media superiore a quelle di paesi come Germania, Usa e Canada⁵².

L'ambiente economico attuale è caratterizzato da un'alta incertezza: come sostiene Douglass C. North nel libro "*Capire il processo di cambiamento economico*"⁵³, l'uomo ha sì ridotto l'incertezza derivante dall'ambiente naturale (infatti non si fanno più riferimenti alla magia o alla religione per spiegare effetti naturali come i terremoti, gli uragani, ...), ma ha anche creato direttamente un altro ambiente ancora più incerto e complesso.

Il mondo economico e finanziario è difficilmente prevedibile e controllabile: nessun consulente con il bagaglio di esperienze passate, riesce a prevedere in modo sicuro l'andamento dello stesso nel futuro.

Oltre all'aumento della complessità dei mercati finanziari, anche le riforme pensionistiche hanno dato il loro contributo a rendere più arduo e complicato il momento di prendere le decisioni. Quest'ultime, rispetto a vent'anni fa, devono essere prese in modo più autonomo. Quindi le conoscenze e competenze oggi sono basilari per muoversi all'interno di un ambiente così incerto.

Dall'indagine realizzata da Ambrosetti - The European House del 2008 (paragrafo 1.5.3), si può riscontrare che gli italiani non sono preparati adeguatamente per prendere tali decisioni in modo consapevole ed efficiente.

L'educazione finanziaria, già in giovane età, può essere la risposta esatta a tutto ciò, con risultati positivi a lungo termine sia nel benessere degli individui che nell'economia generale di un paese (i soggetti, gestendo meglio le proprie risorse, potranno dedicare una somma maggiore nei consumi, aumentando così la domanda di beni e, come in un circolo virtuoso, ci sarà un aumento della produzione, degli investimenti e del prodotto interno lordo⁵⁴).

⁵² Banca d'Italia, "*La ricchezza delle famiglie italiane*", 12 dicembre 2013 n. 65.

⁵³ Douglass C. North, 2006, "*Capire il processo di cambiamento economico*", Il Mulino, Bologna.

⁵⁴ Una stima effettuata da Ambrosetti-the European House nel 2007 (prendendo come base le attività finanziarie delle famiglie italiane e il prodotto interno lordo nazionale del 2005) ha calcolato che un aumento dell'1% delle attività finanziarie detenute dalle famiglie, conseguente ad una maggior *financial literacy*, porta ad un incremento che corrisponde a circa il 2,3 del pil.

Come si è mossa l'Italia fino ad ora? La discussione sull'argomento è nata più recentemente rispetto ad altri paesi e, solo dopo lo scoppio della crisi finanziaria, ha acquisito un'importanza più rilevante a livello nazionale.

Molti organismi pubblici e privati hanno messo in moto varie iniziative di educazione finanziaria con differenti target di riferimento. Il problema principale è la mancanza di un'istituzione centrale che organizzi e coordini i vari enti coinvolti e che stabilisca un piano nazionale per lo sviluppo e il monitoraggio delle iniziative.

Con un coordinamento centrale e d'indirizzo verso pratiche migliori, si può migliorare l'efficacia delle varie iniziative, che altrimenti avrebbero poco effetto sulle conoscenze e competenze dei soggetti.

Per essere efficienti e avere risvolti positivi sugli individui (migliore gestione dei risparmi e della pianificazione futura, miglior scelta degli strumenti finanziari, ...) i progetti che si andranno a realizzare dovranno avere delle caratteristiche di base: essere riproducibili nel tempo (non quindi una volta ogni tot di tempo), essere divisi per target di pubblico e, inoltre, le attività formative dovranno avere una qualità soddisfacente (quindi sia i vari tipi di educatori, dagli insegnanti agli esperti di finanza, sia le modalità con cui si fornisce l'educazione dovranno essere coinvolgenti e adeguate al pubblico target).

Le problematiche principali che si possono riscontrare nelle varie iniziative sono: somministrare nozioni e concetti troppo generali, non utili ai fini dei bisogni dei soggetti; dare troppe informazioni che non aumentano le competenze degli stessi ma che sono solo un miscuglio di indicazioni che li rendono ancora più confusi ed incerti; fornire solo concetti e conoscenze e non agire sul lato dei comportamenti, cercando di spiegare come agiscono le varie devianze mentali ed emozionali nelle scelte finanziarie; utilizzare una forma e un contenuto, nella somministrazione delle informazioni, non adeguato e comprensibile al pubblico di riferimento⁵⁵.

In Italia l'educazione finanziaria ha avuto inizio nel 2005, con il Codice del Consumo (art. 4 del d.lgs. n.206/2005) il quale la promuove come un diritto indispensabile per gli individui per poter prendere delle decisioni consapevoli. Un altro passo avanti è stato

⁵⁵ Per maggiori dettagli: Paracampo M.T.,2011, *"Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario"*, Rivista di Diritto Bancario, dirittobancario.it, paragrafo 6 - 6.4

fatto con il recepimento della Mifid. Questi due interventi legislativi, tuttavia, vanno a lavorare solo sul lato della regolamentazione e della protezione dei soggetti. Manca ancora un assetto normativo che vada a istituire una strategia nazionale per lo sviluppo e la crescita della *financial literacy*, cioè che stabilisca quali siano gli attori che devono promuovere e coordinare le iniziative, gli obiettivi da raggiungere in base al target di pubblico e come monitorare tali obiettivi.

Non serve solo aumentare la regolamentazione e la trasparenza delle informazioni dagli intermediari ai cittadini (l'individuo poco pratico in termini finanziari non saprà come utilizzarle, non prendendo nessuna decisione o delegandola ad un esperto), bisogna anche creare le basi normative per implementare una strategia nazionale che vada ad innalzare le competenze degli italiani, partendo per esempio dall'introduzione di un'istruzione finanziaria obbligatoria nei curricula scolastici.

Per sopperire a questo vuoto normativo, varie sono state le istituzioni che hanno intrapreso delle politiche di educazione finanziaria, sia a livello locale che nazionale: Consob, Banca d'Italia, vari gruppi bancari, assicurazioni ed associazioni dei consumatori.

Nel settore Pubblico gli organismi più attivi sono *Banca d'Italia, Consob, Covip e Isvap*, i quali hanno stretto un'intesa comune per sviluppare varie iniziative e per evitare duplicazioni e sprechi di risorse. Inoltre ognuno di essi predispone diversi materiali accessibili tramite il proprio sito web, per divulgare informazioni utili in base al proprio ambito di competenza (per esempio nella sezione "*Conoscere per decidere*" del sito della Banca d'Italia vengono date informazioni utili sulle caratteristiche degli strumenti finanziari, strumenti di pagamento, ...).

Un'iniziativa degna di nota è il progetto "*Educazione finanziaria nelle scuole*" rivolto alle classi elementari, medie e superiori organizzato dalla Banca d'Italia. Nel 2012/2103 è stata avviata la quinta edizione con la partecipazione di oltre 40.000 studenti, in cui i temi più trattati sono la moneta, gli strumenti di pagamento e la stabilità dei prezzi.

Ogni anno agli alunni viene somministrato un questionario pre e post-corso di educazione: i risultati sono soddisfacenti dimostrando un incremento delle risposte esatte dopo il test in tutti i gradi di istruzione scolastica.

Per quanto riguarda il settore privato, l'esperienza più completa e significativa è quella fornita dal *Consorzio PattiChiari*⁵⁶, il quale ha sviluppato varie iniziative di educazione finanziaria nelle scuole divise per target:

- *impronta economica kids*: il fine è responsabilizzare i bambini delle scuole elementari sul valore del denaro;
- *impronta economica junior*: il fine è spronare i ragazzi delle scuole medie a ragionare tramite strumenti interattivi sull'importanza della finanza al giorno d'oggi.
- *impronta economica teens*: vengono dati agli studenti delle scuole superiori concetti e informazioni riguardanti il mondo finanziario ed economico per essere più preparati nel momento in cui lasceranno la scuola.

Per gli adulti il programma di riferimento è invece l'*impronta economica plus*: l'istruzione viene fornita tramite un kit multimediale e tramite la collaborazione delle Associazioni dei Consumatori iscritte al *Consorzio PattiChiari*, per aiutare gli adulti in una gestione ottimale delle loro risorse economiche e per far capire loro quali sono i rischi intrinseci più comuni negli strumenti finanziari e nelle situazioni finanziarie in generale.

PattiChiari ha infine creato il primo portale italiano di supporto ai docenti (ma anche ai genitori) per l'insegnamento dell'educazione finanziaria a scuola. Al sito www.economiascuola.it sono disponibili ricchi approfondimenti sull'economia attuale e molte altre informazioni.

Ulteriori esperienze interessanti sono quelle intraprese da vari gruppi bancari come *Intesa Sanpaolo*⁵⁷, o collaborazioni tra imprese assicuratrici e associazioni dei consumatori⁵⁸.

⁵⁶ www.pattichiari.it

⁵⁷ In collaborazione con l'Osservatorio Permanente Giovani-Editori, ha creato il programma "*Cultura finanziaria a scuola: prepararsi a scegliere*" per le scuole superiori, il quale cerca di aiutare gli studenti a divenire più preparati in campo economico-finanziario: www.osservatorionline.it

⁵⁸ La cooperazione tra questi enti ha fatto nascere, tramite il Forum ANIA-Consumatori, il progetto *Io&irischi* con il fine di aumentare le competenze degli studenti delle scuole superiori in campo assicurativo e previdenziale: www.io&irischi.it

Tutte le iniziative sopracitate, tuttavia, sono individuali, disgregate tra loro, a volte poco innovative per quanto riguarda i metodi usati dando poca importanza ai comportamenti dei soggetti (sono concentrate a dare molte nozioni e informazioni senza avere un'interazione attiva con il pubblico), e infine predispongono un insufficiente sistema di monitoraggio dei risultati.

L'ammirevole volontà di tutti questi stakeholders di avviare iniziative di istruzione finanziaria nel paese e di aumentare così il livello di *financial literacy*, può avere un risultato poco efficace con conseguenti vari sprechi di risorse, perché manca di base un sistema centrale che coordini il tutto.

Come detto in precedenza, la speranza è che venga creato o stabilito un ente nazionale che gestisca tutti gli enti impegnati nell'educazione finanziaria (evitando così tutte le duplicazioni di progetti e sperpero di risorse economiche), che fissi una strategia nazionale per sviluppare ed implementare le iniziative in modo coerente con i vari target di riferimento (prendendo in considerazione anche gli atteggiamenti e i comportamenti delle persone), ed infine che promuova l'introduzione obbligatoria dell'istruzione finanziaria nelle scuole.

1.8 GLI EFFETTI DELL'ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA E DEI PROGRAMMI DI EDUCAZIONE FINANZIARIA

1.8.1 GLI EFFETTI DELL'ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA

Il quadro generale dell'alfabetizzazione finanziaria mondiale non si presenta molto soddisfacente. Come analizzato in precedenza (paragrafo 1.4), certe categorie di persone sono più esposte a conseguenze negative sul proprio benessere, a causa di alcune decisioni o comportamenti non corretti. Si tratta principalmente di donne, giovani, anziani, persone con un basso livello di istruzione e ricchezza ed infine afro-americi ed ispanici.

Gli effetti negativi, che originano da una precaria *financial literacy*, sono supportati da un'ampia letteratura: studi e ricerche hanno confermato l'esistenza di un nesso tra la

manca di *financial literacy* negli individui e certi loro comportamenti finanziariamente non corretti e, quindi, l'accumulazione di minore ricchezza.

Lusardi e Tufano (2008)⁵⁹ e Campbel (2006)⁶⁰ hanno riscontrato che i soggetti meno alfabetizzati finanziariamente tendono a fare più errori di investimento che portano loro ad avere più debiti con conseguente difficoltà a restituirli. Più precisamente hanno rilevato che questi soggetti pagano rate e oneri più elevati sui mutui, hanno carte di credito con costi più elevati, ridefiniscono i loro mutui in modo più svantaggioso e concludono contratti meno convenienti dal punto di vista remunerativo.

Bucks e Pence (2006)⁶¹ hanno notato che gli individui con meno istruzione e reddito non conoscono i termini dei loro mutui e sono più propensi a sottoscriverli con rischi più elevati (un esempio è dato dai mutui subprime da parte della popolazione statunitense) ed inoltre sottovalutano il cambiamento dei tassi di interesse variabili nel breve periodo, conducendoli ad essere più esposti patrimonialmente.

Continuando ad analizzare la letteratura, vari studi associano un'alta alfabetizzazione finanziaria ad una maggiore partecipazione al mercato finanziario.

Van Rooij, Lusardi e Alessie (2007 e 2011)⁶² e Monticone (2010)⁶³ sostengono infatti che i soggetti più alfabetizzati detengono più attività rischiose (azioni, derivati, ...) e fanno più affidamento, per quanto riguarda la raccolta delle informazioni, su fonti formali come consulenti, quotidiani ed internet, piuttosto che su famigliari ed amici. Fare affidamento solo sui conoscenti (quindi su una consulenza non professionale) non è auspicabile in quanto potrebbero dare consigli errati e non adeguati alle esigenze, a meno che essi non siano degli esperti di finanza.

⁵⁹ Lusardi A. e Tufano P., 2008, "*Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness*", Nber Working Paper Series, No. 14808.

⁶⁰ Campbell J.Y., 2006, "*Household finance*", The Journal of Finance, Vol. LXI, No.4.

⁶¹ Bucks B. e Pence K., 2006, "*Do Homeowners know their house values and mortgage terms?*", Federal Reserve Board of Governors, www.federalreserve.gov.

⁶² Van Rooij M., Lusardi A. e Alessie R., 2007, "*Financial literacy and stock market participation*", Nber Working Paper No. 13565; Van Rooij M., Lusardi A. e Alessie R., 2011, "*Financial literacy, retirement planning, and household wealth*", DNB Working Paper, No. 313.

⁶³ Monticone C., 2010, "*Financial literacy, trust and financial advice*", www.sde.unito.it.

Una delle ragioni dell'aumento dell'investimento nel mercato finanziario è la riduzione dei costi di partecipazione: le persone più alfabetizzate finanziariamente incorrono in meno costi per informarsi su opportunità/rischi degli investimenti.

Inoltre Guiso e Jappelli (2009)⁶⁴ trovano che la mancanza di *financial literacy* sia associata a una diversificazione di portafoglio minore: le persone detengono pochi *stocks* diversi ed ignorano la correlazione tra essi.

Nella diversificazione del portafoglio, oltre alla carenza di conoscenza di cosa sia, agisce in modo forte uno dei bias visti in precedenza, ossia la preferenza ad investire in asset familiari in quanto li si conosce di più e si pensa siano così più sicuri. La non diversificazione può avere degli effetti devastanti sul patrimonio dei soggetti in quanto se un titolo va male, non può essere compensato con un altro che sta salendo di valore. Per di più, come avviene spesso negli Stati Uniti, molti dipendenti investono i loro risparmi nell'azienda in cui lavorano (esempio Coca Cola, Enron, ...) mettendo a rischio nello stesso tempo l'impiego e il loro patrimonio economico.

Un ultimo effetto degno di nota è il fatto che avere una *financial literacy* più elevata, conduce in generale ad una propensione al risparmio maggiore, ad una pianificazione più efficiente della pensione e di conseguenza ad un'accumulazione maggiore di ricchezza.

Lusardi e Mitchell (2006⁶⁵;2007a⁶⁶;2007b⁶⁷) e Von Rooij, Lusardi e Alessie (2011)⁶⁸ hanno scoperto, infatti, che chi ha maggiori conoscenze in campo finanziario, ha una maggiore propensione a pianificare per l'età pensionistica (anche solo a chiedere informazioni sulla pensione e a partecipare a seminari sulla prevenzione) e per il

⁶⁴ Guiso L. e Jappelli T., 2009, "*Financial literacy and Portfolio diversification*", Centre for Studies in Economics and Finance, Working Paper, No. 212.

⁶⁵ Lusardi A. e Mitchell O.S., 2006, "*Financial literacy and planning: implications for retirement wellbeing*", www.dartmouth.edu.

⁶⁶ Lusardi A. e Mitchell O.S., 2007, "*Financial literacy and retirement preparedness: evidence and implications for financial education*", *Business Economics*, Vol. 42(1), pp. 35-44.

⁶⁷ Lusardi A. e Mitchell O.S., 2007, "*Baby Boomer retirement security: the roles of planning, financial literacy, and housing wealth*", *Journal of Monetary Economics* 54, pp. 205-224.

⁶⁸ Van Rooij M., Lusardi A. e Alessie R., 2011, "*Financial literacy, retirement planning, and household wealth*", DNB Working Paper, No. 313.

risparmio in generale, ed infine sono meno "unbanked"⁶⁹, accumulando così nel tempo maggiore ricchezza rispetto a chi è meno alfabetizzato finanziariamente.

1.8.2 GLI EFFETTI DELL'EDUCAZIONE FINANZIARIA

Quando abbiamo definito la *financial literacy* e la *financial education* nel paragrafo 1.2, abbiamo concluso dichiarando che entrambe le definizioni non prendono in esame il concetto di *financial capability*.

La conoscenza o l'apprendimento di informazioni e concetti finanziari, non si traduce in modo automatico nella capacità di prendere decisioni convenienti ed avere comportamenti adeguati in base alle necessità ed obiettivi.

I programmi di educazione finanziaria non possono portare automaticamente ad un aumento delle financial skills in tutte le circostanze.

Alcuni studi hanno dimostrato che c'è un nesso tra l'apprendimento di nozioni e un comportamento migliore, ma altri negano tale fatto.

Studi recenti hanno riscontrato che una buona parte della popolazione statunitense non risparmia per la pensione, o lo fa solo quando è in procinto di terminare la carriera lavorativa, accumulando così relativamente poca ricchezza. Gli individui oltre a non occuparsi della pianificazione pensionistica, non hanno le competenze necessarie per farlo. Sono cominciate così, su iniziativa dei datori di lavoro, soprattutto nelle grandi imprese americane, vari seminari per preparare maggiormente i dipendenti sulla materia pensionistica. Questi corsi hanno effetti positivi sui comportamenti dei soggetti?

Lusardi (2004)⁷⁰, Bayer, Bernheim e Scholz (1996)⁷¹, e Bernheim e Garrett (2001)⁷² hanno riscontrato un effetto significativamente positivo dei seminari sui comportamenti dei soggetti, stimolandoli al risparmio previdenziale (aumentando i

⁶⁹ Gli unbanked sono i soggetti che non detengono conti correnti.

⁷⁰ Lusardi A., 2006, "*Saving and the effectiveness of financial education*", Pension Research Council Working Paper, www.dartmouth.edu.

⁷¹ Bayer P.J., Bernheim B.D. e Scholz J.K., 1996, "*The effects of financial education in the workplace: evidence from a survey of employers*", Nber Working Paper Series, No. 5655.

⁷² Bernheim B.D. e Garrett D.M., 2001, "*The effects of financial education in the workplace: evidence from a survey of households*", *Journal of Public Economics* 87, pp. 1487-1519.

contributi per la pensione) e al risparmio in generale (quindi non solo a quello pensionistico), aumentando così il loro patrimonio economico.

L'impatto positivo sui capitali si ha con maggior evidenza sugli individui meno ricchi e con minor istruzione scolastica: un fatto logico, in quanto un aumento anche minimo della ricchezza ha un effetto più considerevole sui patrimoni dei poveri rispetto a quelli dei ricchi.

Tuttavia l'effetto di questi seminari non è esente da opinioni negative: per esempio può essere la ricchezza posseduta a spingere le persone a partecipare ad un seminario e non viceversa (ovvero il corso non porta ai partecipanti un aumento del patrimonio). Essendo quasi tutti i seminari non obbligatori, la ricchezza posseduta o anche altri interessi e caratteristiche personali dei soggetti possono essere propedeutici alla partecipazione dello stesso.

Molte altre iniziative di educazione finanziaria sono realizzate da associazioni dei consumatori, assicurazioni, gruppi bancari, ecc..., e usufruiscono della tecnologia odierna (siti web e altro) per incentivare la partecipazione ai programmi dell'ente o semplicemente per fornire delle informazioni. Il problema principale sta nel capire se queste iniziative avranno poi un impatto positivo negli atteggiamenti delle persone.

Servon L.J. - Kaestner (2008)⁷³ hanno esaminato l'effetto che può avere un programma di educazione tecnologico-finanziaria istituito da una banca, sulle capacità e sui comportamenti in campo finanziario (principalmente nell'uso dell'online banking per ridurre i costi di accesso ai servizi bancari, e nella capacità di pianificare il futuro) dei soggetti a basso reddito e bassa *financial literacy*.

Il progetto era volto al fornire corsi gratuiti sulle tematiche base della finanza e sulle opportunità e sui vantaggi che l'uso dei computer dà in questo ambito (online banking).

⁷³ Servon L.J. e Kaestner R., 2008, "Consumer financial literacy and the impact of online banking on the financial behavior of lower-income bank customers", The Journal of Consumer Affairs, Vol. 42, No.2.

In generale il programma non ha avuto un impatto rilevante e significativo: i comportamenti avuti da chi ha frequentato il corso non si discostano significativamente da chi non lo ha frequentato.

In conclusione, analizziamo l'efficacia dei programmi rivolti agli studenti, in maggior ragione a quelli delle scuole superiori. Chi ha dato un contributo rilevante in tale campo sono stati Bernheim B.D. - Garrett D.M. - Maki D.M. (1997)⁷⁴ e Mandell L. - Klein L.S. (2009)⁷⁵, i quali hanno riscontrato effetti contrastanti nei risultati delle diverse iniziative. I primi hanno messo in luce l'effetto positivo che hanno le lezioni di *financial education*, durante gli anni liceali, sui comportamenti che avranno gli studenti una volta raggiunta l'età adulta. Infatti, hanno rilevato che chi ha frequentato tali lezioni, ha una capacità di risparmio superiore rispetto a chi non ha frequentato i corsi.

Mandell e Klein invece hanno riscontrato un risultato diverso a riguardo. Prendendo come campione 800 studenti (di cui solo la metà ha sostenuto il corso) provenienti da tre scuole diverse, hanno cercato di rilevare se un corso di educazione finanziaria ha qualche effetto positivo sulle conoscenze e sui comportamenti degli studenti. Gli effetti (sia per le conoscenze che per i comportamenti) non sono stati significativi, ovvero non c'è stata nessuna differenza tra chi ha sostenuto il corso e chi no.

La conclusione che si può trarre da tutte le iniziative di educazione finanziaria, qualunque sia il target di riferimento, è che non hanno portato ad un successo garantito. Devono essere progettate in modo efficace, prendendo in considerazione tutte le variabili in gioco tra cui la gestione fondamentale degli stakeholders inclusi. L'azione comunque più importante da effettuare nella progettazione, resta quella di stabilire un programma in base alle esigenze e ai bisogni specifici di un dato target, e non di fornire un modello molto generale che non andrebbe ad alzare realmente la sua *financial literacy*.

⁷⁴ Bernheim B.D., Garrett D.M. e Maki D.M., 1997, "*Education and saving: the long-term effects of high school financial curriculum mandates*", Nber Working Paper Series, No. 6085.

⁷⁵ Mandell L. e Klein L.S., 2009, "*The impact of Financial Literacy Education on Subsequent Financial Behavior*", Journal of Financial Counseling and Planning, Vol. 20, pp. 15-24.

CAPITOLO 2

IL RUOLO DELLA FIDUCIA NEI MERCATI FINANZIARI

2.1 INTRODUZIONE

Nel capitolo precedente abbiamo sostenuto l'importanza sempre più grande che l'alfabetizzazione finanziaria sta avendo nel creare e sostenere il benessere finanziario delle persone.

Nel mondo odierno, sempre di più gli individui sono chiamati a prendere decisioni in campo finanziario e a prendersi la responsabilità delle proprie scelte. Le iniziative di educazione finanziaria hanno proprio lo scopo di aiutare le persone ad essere più consapevoli ed informate nelle scelte.

Nelle decisioni, tuttavia, oltre ad una buona capacità nel campo finanziario (per esempio per sapersi districare tra decine e decine di prodotti finanziari e scegliere quello più adatto), bisogna avere anche una buona dote di **fiducia**, principalmente nei confronti dei consulenti finanziari e delle banche, ma anche nel mercato finanziario e nelle istituzioni che lo regolano e controllano.

Dagli anni 2000 in poi, la fiducia nel mercato finanziario e tutto ciò che lo circonda ha assunto un ruolo di maggior valore e rilevanza. È proprio in questi anni che viene emanato in Italia il *Testo Unico della Finanza* (1998). Una delle sue principali finalità è

quella di disciplinare e vigilare l'operato degli intermediari finanziari e, di mantenere così anche un elevato livello di fiducia nei mercati. L'*articolo 5 comma 1* lettera a ribadisce una delle finalità che ha la vigilanza nei mercati finanziari: "*la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario*".

É in questi anni che vengono alla luce i primi scandali societari di tipo contabile/finanziario, uno su tutti quello della società americana *Enron*, la quale ha aggirato tutti i controlli creando ingenti danni a molti risparmiatori e provocando a cascata il fallimento di altre società. Altri fatti che hanno avuto un forte impatto sulla fiducia nei mercati finanziari, sono state e lo sono in certi versi ancora tuttora, le tensioni militari in Medio-Oriente e gli attacchi terroristici.

La fiducia ha avuto poi un calo universale subito dopo lo scoppio della crisi economica del 2008, a seguito della quale c'è stata una diminuzione del possesso di azioni nel portafoglio della maggior parte degli individui, e in generale una forte riduzione degli investimenti finanziari e industriali⁷⁶. Negli ultimi anni comunque la fiducia sia nei mercati, e quindi anche negli intermediari finanziari, sta crescendo (a conferma di ciò può essere l'aumento degli investitori che fanno uso dei fondi comuni d'investimento).

Ma quali sono le caratteristiche e le determinanti della fiducia? Che effetto ha la fiducia nell'economia in generale, nel commercio e negli investimenti tra paesi?

Parlando di questi argomenti non si può non fare un accenno al ruolo del capitale sociale e del suo effetto sulla fiducia e sul mercato finanziario.

La letteratura in questo ambito non è molto evoluta: per esempio pochi studiosi interpretano il valore della fiducia come variabile dello sviluppo/sottosviluppo dei paesi.

Nella prima parte del capitolo andremo a rispondere ad alcune di queste domande, che sono la base per approfondire poi, nella seconda metà, le varie relazioni tra fiducia ed altre variabili come l'alfabetizzazione finanziaria, l'affidamento ai consulenti finanziari e la partecipazione al mercato.

⁷⁶ Da gennaio 2010 a settembre 2012 gli investimenti finanziari sono scesi del 36%; l'investimento nei diversi strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, BTP ecc..) sono calati di 715 miliardi. Fonte *Ilsole24ore* del 28/03/2013.

2.2 LA FIDUCIA E LE SUE DETERMINANTI

2.2.1 DEFINIZIONE

Possiamo introdurre l'argomento della fiducia nelle relazioni in campo finanziario con una frase di Arrow K.⁷⁷, che è indirizzata principalmente ai rapporti commerciali, ma può essere generalizzata a tutti i rapporti tra individui, compresi quelli di natura finanziaria: *"Potenzialmente ogni transazione commerciale, condotta per un periodo di tempo, porta con se un elemento di fiducia"*.

La fiducia quindi non ha un ruolo superficiale e secondario, è un "qualcosa" che ci deve essere sempre per cominciare e poi continuare un rapporto tra individui.

La letteratura sul ruolo della fiducia e delle sue conseguenze nel mondo finanziario, e nell'economia in generale, non è molto sviluppata: solo dagli anni '90 vari studiosi e ricercatori hanno contribuito a tale argomento.

Ma cos'è la fiducia? Come viene creata? Quali sono le sue determinanti e caratteristiche fondamentali?

Per una definizione rigorosa del termine si può prendere come riferimento quanto scritto da Dasgupta P. (2003)⁷⁸, professore all'università di Cambridge: la fiducia⁷⁹ è quando *"qualcuno forma delle aspettative su delle azioni che altri faranno, le quali avranno un impatto sulla sua scelta d'azione attuale: tale azione deve essere scelta prima di poter osservare le azioni degli altri"*.

Una questione centrale della definizione è la non verificabilità delle azioni altrui al momento della nostra decisione, quindi le aspettative in cui ci basiamo per fare le scelte devono essere solide e convincenti. L'incertezza di quale sia l'azione della controparte è un fattore principale nella definizione di fiducia, poiché non abbiamo quasi mai l'assoluta certezza che quella persona agirà in modo positivo e non deluderà le nostre aspettative.

⁷⁷ Arrow K., 1972, *"Gifts and exchanges"*, Philosophy and public Affairs, pp. 343-362.

⁷⁸ Dasgupta P., 2003, *"Social Capital and Economic Performance: Analytics"*, Foundations of Social Capital. Critical Studies in Economic Institutions, 2, 309-339.

⁷⁹ In questo elaborato, il termine fiducia è sempre riferito a quella interpersonale, cioè quella che le persone hanno verso gli altri individui.

Un'altra circostanza della fiducia è quando bisogna fidarsi delle informazioni date da altri: sono attendibili? E ancora, sono complete o manca qualcosa di rilevante che ci farà cambiare le aspettative?

Questa è una condizione particolarmente rilevante quando si ha a che fare con i consulenti finanziari, in quanto i conflitti di interesse sono sempre in agguato e la fornitura di informazioni e prodotti finanziari non a vantaggio degli investitori, ma a favore degli stessi consulenti e, quindi della stessa società per cui lavorano, è una pratica non ancora del tutto soppressa.

Pertanto, quando gli investitori si relazionano con i consulenti, devono prendere in considerazione la possibilità di essere truffati.

Prima di passare alle variabili che influiscono sulla fiducia, descriviamo la sua principale particolarità e alcune deviazioni psicologiche che interagiscono con essa.

Slovin P. (1999)⁸⁰ ha dato un contributo importante in questo campo. La fiducia viene costruita assai lentamente, con interazioni frequenti e di lungo tempo, ma può essere distrutta in modo altrettanto veloce. Basta un'informazione o un'azione sbagliata per interrompere il rapporto e chiuderlo definitivamente.

I consulenti finanziari devono essere molto attenti a questa peculiarità se non vogliono perdere il loro cliente. Purtroppo per costoro, certi fatti sono fuori dal loro controllo, come quando la stampa finanziaria commenta i fatti negativi del giorno precedente come prevedibili e scontati, creando rimpianto negli investitori e il consulente non riesce a spiegare loro perché non si è intervenuti in tempo, perdendo di conseguenza la loro fiducia.

Anche fattori psicologici influiscono sul livello di fiducia: per esempio gli eventi negativi sono più visibili e definiti rispetto a quelli positivi, e quindi l'investitore è portato a dare più peso a quelli negativi, perdendo così fiducia nella controparte/ente.

Un'altra interferenza cognitiva abbastanza riscontrata nella letteratura è che le fonti negative, come una previsione del calo del fatturato di un'azienda quotata in borsa,

⁸⁰ Slovin P., 1999, *"Trust, emotion, sex, politics, and science: Surveying the risk-assessment battlefield"*, Risk analysis 19.4, pp. 689-701.

sono interpretate in maniera più veritiera rispetto alla divulgazione di notizie positive, con immaginabili conseguenze sulla fiducia.

Slovin P. sostiene che quando un individuo ha già inizialmente poca fiducia nella controparte, sarà portato anche in futuro ad avere poche relazioni con quest'ultimo, perdendo così l'occasione di capire se effettivamente è poco affidabile. Come in un circolo negativo, la sfiducia porta a una continua sfiducia nei rapporti.

Un ruolo di primo piano, quindi, è occupato sicuramente dalle agenzie di rating, dagli analisti finanziari e dalla stampa specialistica, i quali in base ai propri giudizi influenzano la fiducia degli individui/investitori non sempre nel modo corretto, come è successo con i CDO emessi dagli intermediari finanziari.

2.2.2 LE VARIABILI CHE INFLUENZANO LA FIDUCIA

Al ruolo della fiducia all'interno dei rapporti finanziari ed economici in generale, come detto in precedenza, non è stata data grande importanza dai ricercatori nel corso degli anni: infatti, solo da metà anni '90 ci sono stati i primi scritti.

Un contributo rilevante per determinare quali sono le variabili che impattano sul livello di fiducia, è stato dato da Guiso, Sapienza e Zingales (2006; 2009)⁸¹, Zak e Knack (2001)⁸² e Knack e Keefer (1997)⁸³. Queste variabili provengono da diverse origini: da quelle culturali/ambientali ed istituzionali fino a quelle reddituali.

Le variabili che hanno una forte influenza e che sono difficili da attenuare o cambiare, sono quelle *culturali*: per esempio, mentre un punto di vista sull'efficacia e sull'efficienza delle istituzioni pubbliche e private può cambiare nell'arco della vita, le credenze e le preferenze culturali sono difficilmente modificabili e hanno quindi un grande effetto sulla fiducia.

⁸¹ Guiso L., Sapienza P., Zingales L., 2006, *"Does culture affect economic outcomes?"*, NBER Working Paper Series, N. 11999.

Guiso L., Sapienza P., Zingales L., 2009, *"Cultural biases in economic exchange?"*, The Quarterly Journal of Economics, pp. 1095-1131.

⁸² Zak P.J., Knack S., 2001, *"Trust and growth"*, The Economic Journal 111 (470), pp. 295-321.

⁸³ Knack S., Keefer P., 1997, *"Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation"*, The Quarterly Journal of Economics, 112(4), pp. 1251-1288.

La cultura in generale si può definire come tutte quelle preferenze, valori e credenze che sono trasmesse di generazione in generazione. I due principali fattori che vengono adoperati nella letteratura per calcolare l'impatto della cultura sono la religione e l'origine etnica.

Più precisamente i ricercatori sopracitati hanno scoperto che le persone che frequentano costantemente i riti religiosi hanno una maggiore fiducia nella controparte⁸⁴ e che le persone con antenati provenienti da paesi con elevati tassi di fiducia hanno una maggiore fiducia, rispetto agli individui che derivano da antenati provenienti da paesi con bassa fiducia. Gli effetti quindi delle credenze e dei valori restano vivi per molti anni e generazioni.

Un'altra variabile culturale degna di nota che porta a un aumento della sfiducia è la polarizzazione sociale, causata dalla differenza all'interno della stessa società di etnie e lingue: questo porta le persone ad avere visioni diverse su obiettivi ed azioni da intraprendere, con conseguente calo di fiducia.

Questi effetti culturali valgono naturalmente sia all'interno della stessa società/paese ma anche nelle relazioni economiche e finanziarie tra stati diversi: le differenze etniche, linguistiche e religiose hanno lo stesso effetto di abbassare la fiducia. Un ulteriore dato interessante riscontrato è che quando due nazioni hanno avuto nel corso della loro storia dei conflitti armati tra loro (per esempio Italia e Austria) hanno oggi reciprocamente meno fiducia reciproca.

Un'altra categoria di variabili che ha un effetto non trascurabile è quella "*istituzionale*", ossia la qualità della burocrazia: per fare alcuni esempi, di questa classe fanno parte l'esecutività dei contratti, i diritti contrattuali, la velocità e la certezza nel sanzionare i trasgressori, l'espropriazione degli investimenti e la corruzione nel governo.

É stato riscontrato, come facilmente prevedibile, che la percezione di scarsa qualità ed efficienza delle istituzioni "formali" porta inevitabilmente ad una bassa fiducia, che può compromettere le relazioni future con codeste istituzioni, comprese quelle finanziarie.

⁸⁴ Questo effetto vale solo per cattolici e protestanti, mentre per esempio per i musulmani no.

In Italia la percezione dell'efficienza di tali istituzioni, soprattutto quelle governative, non è particolarmente felice, supportata anche dagli ultimi dati del *Corruption Perceptions Index 2013*, i quali mostrano che l'Italia è tra i paesi più corrotti (un punteggio alto significa poca corruzione).

TABELLA 2.1: CORRUPTION PERCEPTIONS INDEX 2013

RANK	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	RANK	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	RANK	COUNTRY/TERRITORY	SCORE
1	Denmark	91	21	Ireland	72	41	Cape Verde	58
1	New Zealand	91	22	Bahamas	71	41	Dominica	58
3	Finland	89	22	Chile	71	43	Lithuania	57
3	Sweden	89	22	France	71	43	Slovenia	57
5	Norway	86	22	Saint Lucia	71	45	Malta	56
5	Singapore	86	26	Austria	69	46	Korea (South)	55
7	Switzerland	85	26	United Arab Emirates	69	47	Hungary	54
8	Netherlands	83	28	Estonia	68	47	Seychelles	54
9	Australia	81	28	Qatar	68	49	Costa Rica	53
9	Canada	81	30	Botswana	64	49	Latvia	53
11	Luxembourg	80	31	Bhutan	63	49	Rwanda	53
12	Germany	78	31	Cyprus	63	52	Mauritius	52
12	Iceland	78	33	Portugal	62	53	Malaysia	50
14	United Kingdom	76	33	Puerto Rico	62	53	Turkey	50
15	Barbados	75	33	Saint Vincent and the Grenadines	62	55	Georgia	49
15	Belgium	75	36	Israel	61	55	Lesotho	49
15	Hong Kong	75	36	Taiwan	61	57	Bahrain	48
18	Japan	74	38	Brunei	60	57	Croatia	48
19	United States	73	38	Poland	60	57	Czech Republic	48
19	Uruguay	73	40	Spain	59	57	Namibia	48
						61	Oman	47
						61	Slovakia	47
						63	Cuba	46
						63	Ghana	46
						63	Saudi Arabia	46
						66	Jordan	45
						67	Macedonia (FYR)	44
						67	Montenegro	44
						69	Italy	43
						69	Kuwait	43
						69	Romania	43
						72	Bosnia and Herzegovina	42
						72	Brazil	42
						72	Sao Tome and Principe	42
						72	Serbia	42
						72	South Africa	42
						77	Bulgaria	41
						77	Senegal	41
						77	Tunisia	41
						80	China	40

Fonte: Transparency International - the global coalition against corruption.

Le ultime variabili significative che alterano il livello di fiducia, riguardano l'istruzione e il reddito.

Entrambe hanno un effetto positivo, ovvero il loro aumento porta ad una maggiore fiducia. Tuttavia la disparità di reddito all'interno di una società, come avviene con la polarizzazione sociale, ne abbassa il livello.

Un ultimo fattore, considerato uno dei più importanti, se non addirittura il più rilevante, è il **capitale sociale**. Esso viene definito in più modi e ha diversi effetti sulla fiducia, anche se la maggior parte degli studi associa un maggior capitale sociale ad una più alta fiducia nei rapporti.

Tratteremo questa variabile, essendo abbastanza complessa, nel seguente paragrafo.

2.2.3 IL CAPITALE SOCIALE

Il **capitale sociale** (effetto socializzazione) è considerato uno dei fattori determinanti nell'indurre fiducia in un singolo e, di conseguenza, in tutta la società: è un mezzo per la creazione della fiducia interpersonale.

Il termine è assai complicato da definire in modo univoco poiché presenta varie sfaccettature e forme. In letteratura diverse sono state le interpretazioni del fenomeno, tuttavia l'effetto maggiormente riscontrato è unico: facilitare la cooperazione tra le persone ed aumentare così anche la fiducia tra esse.

Dasgupta P. (2003) sostiene che il capitale sociale sia un sistema di reti interpersonali. Tale interpretazione è in analogia con altri studi nel campo della sociologia, come ad esempio quelli di Bourdieu P. (1986⁸⁵) e Coleman J.S. (1988a⁸⁶), i quali sostengono, inoltre, che nel concetto di capitale sociale rientrano tutti quei vantaggi e quelle occasioni che le persone ricavano dall'adesione a delle comunità/società. Ad esempio lo scambio di notizie ed informazioni, la trasmissione di conoscenze e competenze, e la possibilità di risolvere assieme problemi che individualmente non sono risolvibili.

Ma cosa sono le reti interpersonali? Esse sono rappresentate da tutte quelle connessioni all'interno di una società, comunità o gruppi di individui, che condividono norme informali, valori e altre regole non scritte. Queste connessioni portano a dei benefici sia sociali (più fiducia, impegno civico, rispetto per gli altri, ecc...) ma anche economici e competitivi (un esempio può essere l'unione di università, enti pubblici e aziende a sud di San Francisco che formano la cosiddetta *Silicon Valley*).

Altri autori sostengono che il capitale sociale sia diviso in due parti: una strutturale, cioè l'intensità dell'adesione ad attività sociali, e un'altra cognitiva, cioè la solidarietà e la fiducia reciproca tra le persone.

⁸⁵ Bourdieu P., 1986, *"The forms of capital"*, Handbook of theory and research for the sociology of education, pp. 241-258.

⁸⁶ Coleman J.S., 1988a, *"Social capital in the creation of human capital"*, The American Journal of Sociology, Vol. 94.

Un'interpretazione generale che racchiude tutte le sfaccettature del fenomeno, può essere quella di Putnam R. (1993)⁸⁷, il quale associa il capitale sociale alle caratteristiche delle organizzazioni sociali, ossia alle norme, alle reti e alla fiducia che favoriscono la cooperazione, le relazioni e il vantaggio reciproco tra gli individui della stessa comunità.

Di vitale importanza sono quindi tutte quelle norme informali che guidano la cooperazione e la fiducia reciproca nelle interazioni tra le persone. Nell'eventualità che una di queste non venga rispettata, ci deve essere un'immediata punizione per coloro che l'hanno violata.

Il fattore che influisce maggiormente nella creazione del capitale sociale è sicuramente l'educazione civica, che riduce l'opportunismo nelle relazioni. Essa deriva dalla storia, dalla cultura e quindi dalle istituzioni governative che si sono create nei vari paesi.

A dimostrazione di ciò, Rostila M. (2007)⁸⁸ sostiene che il diverso regime di welfare può modificare il livello di capitale sociale e quindi la fiducia tra gli individui.

Andando più in profondità egli trova che gli stati con un regime di welfare di tipo social-democratico (con alti livelli di sicurezza sociale, ad esempio sussidi ed indennizzi generalizzati alle famiglie in difficoltà economiche) hanno un livello maggiore di fiducia. Al contrario, i regimi più liberali (con bassi livelli di prevenzione ed assistenza sociale) hanno in assoluto il minor livello di capitale sociale e le persone fanno affidamento solo su un cerchio ristretto di persone, che di norma sono i familiari o gli amici di vecchia data.

Come si può notare dopo questa breve descrizione, il capitale sociale non è di facile interpretazione a causa dei suoi tanti aspetti. Anche la sua misurazione desta sempre qualche problema. Nella maggior parte degli studi viene usata, quale indicatore, proprio la fiducia.

Il capitale sociale è infatti tra i primi fattori per importanza a favorire la nascita della fiducia tra le persone, però quest'ultima, come documentato nel paragrafo 2.2.2, viene creata anche tramite molti altri fattori.

⁸⁷ Putnam R., 1993, *"Making Democracy Work"*, Princeton University Press.

⁸⁸ Rostila M., 2007, *"Social capital and health in European welfare regimes: a multilevel approach"*, Journal of European Social Policy 17(3), pp. 223-239.

Una misurazione diversa è stata proposta da Guiso, Sapienza e Zingales (2004)⁸⁹, usando la partecipazione elettorale ai referendum e la donazione di sangue in tutte le regioni italiane quali proxy del capitale sociale. Queste due attività sono entrambe volontarie, quindi sono spinte solo dalla pressione/ambiente sociale e dalle norme formali presenti in quella determinata comunità/società.

Da quanto detto in questo paragrafo, il capitale sociale in generale ha un effetto positivo sulla cooperazione e reciproca fiducia, tuttavia non è esente da critiche.

Knack e Keefer (1997) sostengono, infatti, che i gruppi, le comunità o le associazioni abbassano le asimmetrie informative, facilitano le interazioni e lo scambio di idee, ma hanno anche l'effetto negativo di aumentare le polarizzazioni, cioè la distanza tra i diversi gruppi (religiosi, etnici ecc...) all'interno della stessa società/stato.

All'interno di un gruppo (di carattere religioso, politico, etnico, reddituale, ...) ci sarebbe quindi, secondo questi studiosi, un aumento di fiducia e cooperazione. Mentre le differenze tra queste associazioni, dovute ad una società eterogenea, portano inevitabilmente ad una minore fiducia reciproca e ad una minore frequenza di interazioni tra codeste associazioni.

2.2.4 ALCUNE CONSEGUENZE DELLA FIDUCIA NELL'ECONOMIA

Questo paragrafo è una breve introduzione alle implicazioni della fiducia sull'intera economia di un paese: nei paragrafi seguenti saranno approfonditi tali aspetti, in particolar modo quelli in riferimento alla partecipazione al mercato finanziario e all'affidamento del proprio denaro ai consulenti finanziari da parte degli investitori.

La fiducia è un sentimento che circonda ciascuna transazione finanziaria e commerciale, da quelle più semplici a quelle più complesse. Un minimo di aspettativa positiva che la controparte si comporti in modo cooperativo e non controproducente rispetto alle nostre finalità ci deve essere sempre. Non a caso una delle finalità principali delle istituzioni che controllano il mercato finanziario è quello di mantenere alta la fiducia nella borsa valori e, in generale, negli intermediari finanziari.

⁸⁹ Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2004, *"The role of social capital in financial development"*, The American Economic Review 94(3), pp. 526-556.

L'effetto della fiducia sullo sviluppo dell'economia e, di conseguenza, dei paesi non è stata particolarmente presa in considerazione da ricercatori e studiosi prima degli anni '90.

Fu Arrow nel 1972 il primo studioso a prendere in esame anche i possibili effetti che ha la fiducia nell'economia, per spiegare il perché della grande differenza tra i paesi sviluppati e non. Ma quali sono i suoi possibili effetti?

Un'alta fiducia nella società porta ai benefici di seguito elencati, i quali sono stati esaminati da Knack e Keefer (1997) e Guiso, Sapienza e Zingales (2007)⁹⁰:

- gli imprenditori devono perdere meno tempo a controllare i comportamenti dei partner (fornitori e clienti), aumentando così il proprio sforzo nella ricerca di nuovi prodotti e processi;
- lo sviluppo di un mercato informale del credito efficiente⁹¹, consentendo un'agevolazione nel chiedere prestiti e aumentando così gli investimenti produttivi;
- direttamente collegato al punto precedente, un accesso facilitato al credito per le famiglie meno abbienti. Da qui la possibilità per questi soggetti di investire nell'educazione dei propri figli (per esempio iscrivendoli nell'università) ed aumentare così le competenze delle future generazioni che sono la base per lo sviluppo economico di un paese;
- una maggiore fiducia nel governo e nei suoi rappresentanti, che porta le aziende a credere che i politici opereranno per facilitare la crescita dell'economia: gli imprenditori, di conseguenza, saranno più fiduciosi riguardo al futuro e investiranno in attività e progetti a lungo termine.

Nel complesso la fiducia fa quindi aumentare gli investimenti e la crescita economica di un paese.

⁹⁰ Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2007, "*Cultural biases in economic exchange?*", Working Paper, European University Institute.

⁹¹ Per finanza informale si intendono operatori non professionisti (amici e parenti), operatori professionisti, commercianti, prestatori di pegno, agenti specializzati, che prestano le loro risorse o che forniscono attività di deposito o di raccolta di risparmio.

Effetti positivi si riscontrano anche nel commercio internazionale e negli investimenti in altri paesi⁹².

Una maggior fiducia in un paese estero, implica l'aumento del commercio e un maggior investimento verso quello stato, sia dal punto di vista degli investimenti diretti sia degli investimenti di diversificazione del portafoglio⁹³.

2.3 IL RUOLO DEI CONSULENTI FINANZIARI

2.3.1 INTRODUZIONE

Prima di analizzare l'effetto della fiducia sulla partecipazione al mercato finanziario, andiamo brevemente ad esaminare il ruolo ricoperto dai consulenti finanziari, ovvero quelle figure professionali specializzate nello studio dei mercati finanziari e tutto ciò che li circonda, con lo scopo di proporre ai potenziali investitori i migliori strumenti finanziari in base ai loro obiettivi. Tutto questo deve essere eseguito secondo una rigida normativa riguardante ad esempio l'informazione sugli strumenti finanziari consigliati e l'indipendenza del consulente, ma soprattutto il servizio offerto deve essere svolto facendo categoricamente riferimento agli obiettivi e alle caratteristiche del cliente⁹⁴.

Questa breve introduzione al servizio di consulenza finanziaria è utile in quanto nel proseguimento del capitolo, si andrà ad analizzare l'effetto congiunto della fiducia e dell'alfabetizzazione finanziaria sull'utilizzazione o meno di questo servizio.

Il ruolo dei consulenti finanziari è sempre stato oggetto di dibattiti e discussioni. Alcune domande ricorrenti sono: svolgono bene la loro mansione aumentando la performance dei patrimoni investiti dei loro clienti e, contemporaneamente, svolgono

⁹² Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2007, "*Cultural biases in economic exchange?*", Working Paper, European University Institute, pp. 1114-1128.

⁹³ Per investimenti di portafoglio si intende la percentuale del portafoglio azionario del fondo comune d'investimento che viene investito in paesi esteri.

⁹⁴ L'attività di consulenza finanziaria è disciplinata dal Testo Unico della Finanza, più precisamente all'art. 18 bis.

il ruolo di sostituti per le persone che non hanno le competenze adeguate per investire consapevolmente nel mercato?

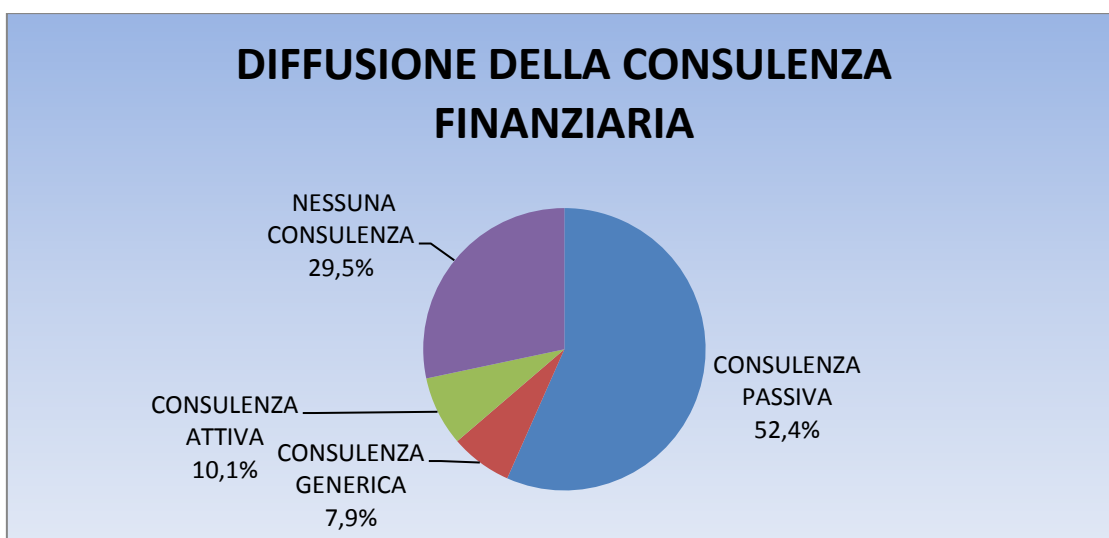
Le recenti turbolenze finanziarie ed economiche mondiali hanno posto più di qualche dubbio sul loro operato, causando, per esempio, in Italia, lo spostamento di circa l'11% della ricchezza finanziaria dai prodotti finanziari rischiosi a quelli meno volatili ed incerti (depositi e titoli di Stato)⁹⁵.

Il loro operato ha un forte impatto sull'integrità e sull'efficienza dei mercati dei capitali. Possono, infatti, correggere le tipiche devianze psicologiche degli investitori retail e ridurre l'eccesso di trading o la vendita di massa quando c'è un ribasso della borsa, evitando così situazioni ancora più pericolose e di crisi generalizzata.

In Italia le persone che fanno affidamento sui consulenti non sono molte. Secondo i dati della Consob del 2009, solo il 10% degli investitori retail fa uso della consulenza in modo attivo, cioè sono in contatto costante con il proprio consulente di fiducia e hanno varie proposte sui prodotti finanziari (mentre per consulenza passiva e generica si intende rispettivamente che gli investitori retail non hanno contatti con il proprio consulente, o che li hanno ma non hanno ricevuto proposte concrete). Ancora più importante è che solo il 40% circa degli individui che investono nel mercato dei capitali è supportato dai consulenti.

⁹⁵ Consob, 2009, *"Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria"*, Quaderni di Finanza, n.64.

GRAFICO 2.2



Fonte: Consob, anno 2009

Questo basso impiego dei consulenti, almeno in Italia, è dovuto a vari fattori.

Quando si deve scegliere se affidarsi a loro o meno, bisogna prendere in considerazione sia i benefici, sia i maggiori costi, commissioni ed altre variabili che potrebbero addirittura abbassare la performance dell'investimento al di sotto di quella che si potrebbe raggiungere senza il loro contributo.

Nei prossimi due paragrafi andremo ad analizzare svantaggi e vantaggi di operare con i consulenti, quindi il trade-off tra i costi e i benefici.

2.3.2 GLI SVANTAGGI DEI CONSULENTI FINANZIARI

La complessità dei mercati, con strumenti finanziari sempre più sofisticati e con rendimenti incerti, le riforme pensionistiche e la crisi economica hanno comportato l'aumento delle responsabilità per ogni singolo individuo relativamente alla gestione della propria ricchezza presente e futura.

Le persone che hanno un'alfabetizzazione finanziaria carente possono ridurre il rischio di scelte inappropriate delegandole a degli esperti. Questo fatto, tuttavia, comporta dei costi sia diretti che indiretti.

I *costi diretti* sono quelli classici della consulenza, ossia le commissioni dei consulenti; mentre i *costi indiretti* provengono dai costi d'agenzia, ovvero dai conflitti d'interesse tra l'investitore e il consulente. Quest'ultimo, per motivi di interesse personale, cioè guadagnare il massimo dalle proprie commissioni, è spinto a vendere al cliente prodotti che non sono in linea con quello che sta cercando e che potrebbero risultare poi dannosi. L'investitore tendenzialmente si accorgerà solo in un secondo momento del possibile conflitto di interessi, perché spesso, al momento della scelta, è all'oscuro di questo eventuale costo.

Questo tipo di conflitto deriva principalmente dal sistema di incentivazione, compensazione e promozione dell'istituzione finanziaria per cui lavora il consulente, il quale è portato a vendere i prodotti con le più alte commissioni collegate. Inderst e Ottaviani (2009)⁹⁶ sostengono che il conflitto di interessi nasce soprattutto quando i consulenti di una società finanziaria devono contemporaneamente ricercare nuovi clienti e fornire a quest'ultimi consulenza in materia. La struttura di incentivazione spinge i consulenti ad aumentare il valore percepito di certi prodotti e a vederli ai clienti, anche se inadatti a quest'ultimi, solamente perché sono collegati a maggiori ricompense monetarie.

Le istituzioni di vigilanza nazionali e internazionali hanno emanato varie norme in materia: in Italia, tramite la direttiva MIFID⁹⁷, si è regolata la prestazione dei servizi di consulenza andando a prevenire il più possibile la nascita dei conflitti di interesse. Tuttavia la direttiva disciplina solamente la consulenza attiva, che riguarda meno del 20% degli investitori retail italiani. Inoltre, secondo il sentimento comune si dovrebbe fare di più per rendere le transazioni e le commissioni maggiormente trasparenti⁹⁸.

⁹⁶ Inderst R. e Ottaviani M., 2009, "*Misselling through agents*", American Economic Review, Vol. 99, N. 3, pp. 883-908.

⁹⁷ La direttiva MIFID è una direttiva comunitaria (2004/39/CE), emanata con lo scopo di uniformare le politiche di disciplina dei mercati finanziari e degli intermediari. Gli obiettivi principali della direttiva sono quelli di aumentare la tutela dei clienti (attraverso una nuova classificazione della clientela), di aumentare la trasparenza informativa e di migliorare l'efficienza dei mercati finanziari.

⁹⁸ Inderst R. e Ottaviani M., 2009, "*Misselling through agents*", American Economic Review, Vol. 99, N. 3, pp. 883-908.

La letteratura che si occupa dei costi d'agenzia è particolarmente ampia. Krautcz e Paroush (2002)⁹⁹ sostengono che, prima di dare informazioni ingannevoli ai clienti, i consulenti prendono in considerazione due fattori: le caratteristiche dei clienti e le caratteristiche del mercato/istituzioni.

Per quanto riguarda il mercato, il consulente è meno incentivato a dare informazioni ingannevoli (informazioni troppo ottimiste sul rendimento atteso di certi prodotti solo perché garantiscono alte commissioni) quando le eventuali sanzioni sono severe e la concorrenza nel mercato della consulenza è alta.

Le possibili sanzioni possono provenire sia dalle istituzioni di vigilanza, sia dalla stessa società per cui lavorano, in quanto le conseguenze negative (sia di reddito futuro che di immagine) per questo tipo di reato valgono sia per il consulente che per l'azienda.

Inoltre, qualora ci fosse una forte concorrenza nel mercato dei consulenti, gli investitori non appagati dai rendimenti non avranno difficoltà a trasferire il proprio patrimonio in mano ad un altro promotore.

Per quanto riguarda le caratteristiche dei clienti, qualora questi abbiano una ricchezza investita elevata, i consulenti saranno sollecitati ad ingannarli maggiormente in quanto le commissioni sono più alte.

L'alfabetizzazione finanziaria dei clienti, ed inoltre una maggiore trasparenza delle provvigioni/commissioni, possono essere delle soluzioni ai costi indiretti esaminati nel paragrafo.

2.3.3 I POSSIBILI VANTAGGI DEI CONSULENTI FINANZIARI

Come accennato in precedenza, i consulenti possono portare agli investitori che usufruiscono di questo servizio dei vantaggi, principalmente di natura informativa. Gli esperti possono dare ulteriori informazioni e nozioni che difficilmente una persona che non si occupa frequentemente di finanza può reperire in maniera facile, veloce e senza costi aggiuntivi.

Inoltre ci sono altri tipi di vantaggi, che sono indirizzati soprattutto a migliorare il comportamento tenuto dall'investitore, prima e durante l'investimento.

⁹⁹ Krautcz M. e Paroush J., 2002, "Financial advising in the presence of conflict of interest", Journal of Economics & Business, No. 54, pp. 55-71.

Gerhardt e Hackethal (2009)¹⁰⁰, Karabulut (2010)¹⁰¹ e Hackethel, Haliassos e Jappelli (2012)¹⁰² hanno analizzato quali potrebbero essere tali vantaggi, facendo anche un confronto con gli individui che operano individualmente. I risultati delle ricerche sono molto interessanti:

- i rendimenti dei portafogli sono quasi sempre peggiori per le persone assistite dai consulenti (questo vale sia per chi si affida ai consulenti indipendenti, sia per chi invece si affida ai consulenti di un determinato istituto bancario). Ciò è dovuto ai maggiori costi e commissioni che i clienti devono pagare, che sono evidentemente superiori ai vantaggi informativi ottenuti. Inoltre, i consulenti potrebbero spingere a investire in certi prodotti meno performanti solo perché hanno degli incentivi monetari maggiori¹⁰³;
- un effetto positivo riscontrato è l'abbassamento della varianza dei rendimenti (meno volatilità), e quindi del rischio di un determinato portafoglio. Questo fatto può essere un'altra causa della bassa performance dei portafogli, in quanto minor rischio è associato a minori rendimenti;
- un'altra conseguenza positiva è l'aumento della diversificazione del rischio, soprattutto tramite la vendita al cliente di quote di partecipazione di fondi comuni d'investimento. Questo effetto può essere coerente agli obiettivi remunerativi del consulente, il quale è incentivato a vendere fondi comuni d'investimento. Inoltre, il consulente aiuta a ridurre una forte devianza psicologica degli investitori, ovvero l'home bias. Favorisce quindi una diversificazione internazionale, vendendo titoli e fondi comuni di altri paesi maggiormente redditizi rispetto a quelli nazionali. Questo fatto, in analogia al precedente, può essere dovuto ai maggiori introiti per i consulenti nella vendita di strumenti finanziari internazionali;

¹⁰⁰ Gerhardt R. e Hackethal A., 2009, *"The influence of financial advisors on household portfolios: a study on private investors switching to financial advice"*.

¹⁰¹ Karabulut Y., 2010, *"Financial Advice: an improvement for Worse?"*, www.econstor.eu

¹⁰² Hackethel A., Haliassos M. e Jappelli T., 2012, *"Financial advisors: a case of babysitters?"*, *Journal of Banking & Finance*, No. 36, pp. 506-524.

¹⁰³ Kramer M. e Lensink R. (2012) hanno trovato che se vengono azzerati gli incentivi per i consulenti (percepiscono solo uno stipendio fisso, senza commissioni) i conflitti di interesse sono insignificanti e la performance dei portafogli salirebbe superando quella degli investitori autonomi.

- i consulenti possono inoltre mitigare altre distorsioni psicologiche dovute alla razionalità limitata dei clienti: oltre a ridurre la bassa diversificazione e l'home bias, possono ridurre le idee sbagliate che i soggetti si fanno sul mercato e l'eccessivo trading speculativo, che porta inevitabilmente ad un peggioramento dei rendimenti dovuti e ad un aumento dei costi di negoziazione. Tutte le ricerche eseguite sul campo dimostrano che gli individui seguiti da un esperto riducono le transazioni, con conseguente aumento delle performance del portafoglio¹⁰⁴;
- un altro contributo importante che potrebbero fornire i consulenti riguarda il market timing. Essi avrebbero la capacità di consigliare ai propri clienti quando è il momento opportuno per comprare o vendere in base al futuro andamento del mercato. Ciononostante le ricerche empiriche non dimostrano che gli individui consigliati dai professionisti hanno avuto dei vantaggi dovuti a migliori scelte di market timing.

Gli investitori, quindi, prima di appoggiarsi ad un esperto, devono valutare attentamente il trade-off tra costi (diretti ed indiretti) e benefici (minori costi nel reperire da soli le informazioni, diversificazione, ecc., ...). Un'interpretazione interessante per risolvere questo trade-off è quella proposta da *Paolo Legrenzi* nel libro *Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento: "Il buon consulente invece defocalizza il cliente dai costi di gestione del portafoglio e gli illustra i vantaggi nella gestione del portafoglio stesso. [...] E lo stesso deve fare il cliente, cercando di defocalizzarsi dagli effetti immediati (costi) e interrogandosi su quello che lui veramente vuole, così da poter rendere esplicite al consulente le sue esigenze specifiche"*.

Le istituzioni di vigilanza hanno fatto dei passi avanti nel rendere i rapporti più trasparenti e corretti, aumentando così la tutela dei clienti; tuttavia l'alfabetizzazione

¹⁰⁴ Bisogna sottolineare che i consulenti ci rimettono quando le transazioni si riducono: le loro commissioni tuttavia dipendono in maniera maggiore dal volume e dal valore degli scambi e non dal loro numero.

finanziaria e la fiducia di un singolo investitore ricoprono un ruolo determinante nello scegliere se operare da soli o con l'aiuto di un consulente.

2.4 EFFETTI DELLA FIDUCIA E DELL'ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA NEI MERCATI FINANZIARI

2.4.1 IL RUOLO DELLA FIDUCIA E DEL CAPITALE SOCIALE NELLA PARTECIPAZIONE AL MERCATO DEI CAPITALI

Esaminando la letteratura, tra le cause della scarsa partecipazione al mercato dei capitali da parte degli individui, si individuano principalmente gli alti costi di partecipazione o d'ingresso, quali i costi di raccolta delle informazioni e i costi di transazione/negoziazione.

Tra le altre cause meno esaminate dalla letteratura, ma altrettanto importanti, c'è la fiducia verso gli intermediari finanziari o i consulenti/broker.

Nei paragrafi precedenti abbiamo spiegato il ruolo di questi ultimi e l'importanza che potrebbero avere nel benessere di ciascun investitore e della società in generale; tuttavia serve una buona dose di fiducia per poter affidare loro la gestione del proprio patrimonio.

In questo paragrafo riscontriamo che la fiducia e il capitale sociale (effetto socializzazione)¹⁰⁵ hanno un effetto molto marcato nell'incentivare le persone ad investire nel mercato finanziario.

Avere un'alta fiducia sia nelle persone sia nelle istituzioni ed un buon livello di interazione con entrambe, ha effetti positivi sulla detenzione di attività rischiose.

L'effetto della fiducia e del capitale sociale ha diverse sfaccettature in base anche alle caratteristiche degli individui e della società. Un contributo a questi risultati è stato

¹⁰⁵ Il capitale sociale (che ricordiamo essere anche mezzo per la creazione della fiducia interpersonale) viene qui inteso come un sistema di reti sociali. Un suo indicatore è il livello di socializzazione tra le persone, che dimostra la densità di queste reti sociali.

dato in maniera rilevante da Guiso e Jappelli (2005)¹⁰⁶. L'effetto più importante del capitale sociale è che abbassa i costi di informazione su determinati strumenti finanziari, ovvero i costi che si sosterebbero nella ricerca e nel reperimento di notizie e informazioni sulle caratteristiche di quegli strumenti: un individuo poco alfabetizzato finanziariamente può reperire facilmente i dati che gli servono semplicemente perché è in contatto con altre persone che conosce e di cui si fida.

Gli individui con buone relazioni e una partecipazione attiva alla vita sociale della propria comunità, avranno più possibilità di incontrare altre persone che investono nel mercato e che potrebbero fornire loro informazioni utili.

Tutto ciò riduce i costi di partecipazione al mercato che, come detto in precedenza, sono una delle maggiori cause della bassa partecipazione al mercato.

Oltre ad avere tali informazioni l'investitore può imparare a gestire efficacemente il proprio portafoglio copiando gli altri: questo secondo effetto del capitale sociale però deve essere subordinato al fatto che le altre persone da cui si copia devono essere necessariamente competenti in materia.

La fiducia ha come esito principale quello di alzare il rendimento atteso dall'investimento (nel paragrafo 2.4.3 viene approfondito tale fatto attraverso l'introduzione di un modello teorico) dovuto al fatto che le persone non pensano che l'intermediario finanziario/consulente le stia imbrogliando o possa scappare con il patrimonio affidatogli.

Socializzazione e fiducia prese singolarmente hanno un rilevante effetto positivo. Singolare è stato il lavoro svolto da Georgarakos e Pasini (2011)¹⁰⁷, i quali hanno cercato di capire la relazione esistente tra socializzazione e fiducia, ed il loro effetto congiunto sulla partecipazione al mercato.

I risultati sono interessanti e forniscono un ulteriore riscontro della mancanza di fiducia come una delle maggiori cause per la non partecipazione al mercato (anche per

¹⁰⁶ Guiso L. e Jappelli T., 2005, "Awareness and Stock Market Participation" *Review of Finance* No. 9, pp 537-567.

¹⁰⁷ Georgarakos D. e Pasini G., 2011, "Trust, sociability, and stock market participation", *Review of Finance*, No. 15, pp. 693-725.

le famiglie con ricchezza medio/alta le quali non avrebbero nessun problema a sostenere i costi d'ingresso).

L'effetto della socializzazione è positivo sia nelle regioni con bassa fiducia interpersonale sia in quelle con elevata fiducia. Il capitale sociale può quindi affievolire le conseguenze di una limitata fiducia di alcuni paesi.

Inoltre gli autori hanno riscontrato che la socializzazione ha più rilievo dove c'è già una grande partecipazione al mercato dei capitali (è più facile incontrare conoscenti che possono consigliare), mentre la fiducia ha l'effetto opposto, ossia una sua variazione è più rilevante nelle comunità con bassa partecipazione.

Vengono prese poi in considerazione alcune caratteristiche delle persone, una su tutte la ricchezza posseduta: un aumento della fiducia, soprattutto nei paesi con bassa partecipazione, incentiva le persone con maggiori patrimoni ad investire (spiegando così il motivo della non partecipazione alla Borsa delle famiglie più ricche), mentre al contrario la socializzazione aumenta gli investimenti delle famiglie più povere dei paesi con già alta partecipazione.

Altre conseguenze della fiducia sulla partecipazione e anche sull'affidamento ai consulenti saranno approfondite nei seguenti paragrafi.

Fare un'anticipazione è obbligatorio in quanto in analogia con alcuni effetti del capitale sociale. Le persone più sociali e fiduciose fanno affidamento in maniera maggiore al mercato del credito formale (banche, consulenti, ecc...), e quindi meno ad amici e parenti per un eventuale prestito.

Inoltre, gli effetti e l'importanza delle due variabili analizzate in questo paragrafo sono più rimarchevoli quando l'applicazione della legge è peggiore (serve più fiducia per prendere una scelta) e le persone sono meno istruite.

2.4.2 L'INFLUENZA DELLA FIDUCIA E DELL'ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA NELLA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE

Più volte è stato detto che, oggigiorno, rispetto a una decina di anni fa, è più complesso comprendere i vari strumenti finanziari offerti dagli intermediari e comprendere e prevedere gli eventi finanziari futuri.

Questo repentino cambiamento non è stato accompagnato da un'adeguata alfabetizzazione finanziaria da parte della popolazione di tutti gli stati, compresi quelli più sviluppati economicamente.

Questa mancanza di apprendimento può essere colmata facendo affidamento a persone esperte, le quali possono dare agli investitori meno competenti (ma anche ad investitori esperti) dei consigli utili per aumentare la redditività dei capitali investiti, correggendo inoltre eventualmente anche i comportamenti sbagliati, causati dalle interferenze psicologiche nella gestione del portafoglio.

Come anticipato nei paragrafi 2.3.2 e 2.3.3, i consulenti finanziari possono dare agli investitori dei benefici, ma anche dei costi diretti ed indiretti. I conflitti d'interesse tra società ed agente, e tra quest'ultimo e l'investitore, potrebbero portare il consulente a consigliare dei prodotti finanziari che non danno nessun beneficio, anzi una perdita di benessere del cliente. Un sistema di remunerazione dei consulenti più trasparente, con la conoscenza facilmente ottenibile delle ricompense percepite dal consulente, può essere una soluzione a tutto ciò.

Le norme emanate dalle istituzioni governative nazionali ed extra-nazionali hanno aumentato la trasparenza nel rapporto, con diversi obblighi del consulente nel reperire, attraverso la sottoscrizione di questionari, diverse informazioni sulle caratteristiche del cliente, tra cui la tolleranza al rischio. Quest'ultima informazione non è di facile ottenimento, in quanto le variabili che entrano in gioco sono molte e diverse tra loro: oltre alla ricchezza attuale e futura, e all'orizzonte temporale dell'investimento, bisogna prendere in considerazione anche altre caratteristiche del cliente come l'emotività, la paura nelle perdite, ecc...¹⁰⁸

¹⁰⁸ Per ulteriori informazioni sulla tolleranza al rischio consultare: Rigoni U., 2006, "*Finanza comportamentale e gestione del risparmio*", Giappichelli, Torino, paragrafo 5.3.2.

In questo paragrafo analizziamo quali sono gli individui che fanno più uso del servizio offerto dai consulenti e in che modo si affidano ad essi.

Le due maggiori variabili che influenzano l'utilizzazione del servizio sono l'alfabetizzazione finanziaria e la fiducia.

Le ricerche in questo campo sono iniziate non molto tempo fa: Georganakos e Inderst R. (2011)¹⁰⁹, Calcagno e Monticone (2013)¹¹⁰, Monticone (2011)¹¹¹ e Guiso, Sapienza e Zingales L. (2008)¹¹² sono i principali sostenitori di questo filone di analisi.

Uno dei risultati in comune a molti elaborati è il seguente: gli individui più capaci finanziariamente tendono ad affidarsi (consultare) maggiormente ad un consulente rispetto a fonti informali di informazione. Viceversa, le persone meno capaci si informano in maggior misura tramite amici e parenti.

Una conclusione che si trae fin da subito è che il servizio offerto dai consulenti non riesce ad essere un sostituto della mancanza di competenze finanziarie, la quale caratterizza la maggior parte delle popolazioni. Un esito molto interessante, trovato attraverso vari esperimenti, è che i consulenti rivelano maggiori informazioni utili al fine del rendimento solo agli investitori più alfabetizzati. Questi ultimi sono a conoscenza dei possibili conflitti di interesse e quindi decidono di fare affidamento al consulente solo nel momento in cui esso dà informazioni favorevoli, affidabili e di alto valore per il rendimento del portafoglio.

Pertanto, le persone meno alfabetizzate investono in modo autonomo, anche perché il costo per avere le informazioni private dai consulenti è ingente. Infatti, è dimostrato che le persone più ricche ottengono una migliore consulenza in quanto riescono a pagare per avere informazioni private migliori, e a sostenere i costi di partecipazione senza avere un rendimento negativo, partecipando così maggiormente al mercato.

¹⁰⁹ Georganakos D. e Inderst R., 2011, "*Financial advice and stock market participation*", Working Paper Series, No. 1296.

¹¹⁰ Calcagno R. e Monticone C., 2013, "*Financial literacy and the demand for financial advice*", www.papers.ssrn.com

¹¹¹ Monticone C, 2011, "*Financial literacy and the demand for financial literacy*", www.papers.ssrn.com

¹¹² Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2008, "*Trusting the Stock Market*", *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, No. 6, pp. 2557-2600.

Oltre ad avere una buona dote di alfabetizzazione, per consegnare parte della propria ricchezza ad un altro individuo è necessaria naturalmente una base di fiducia in quest'ultimo.

Una terza variabile che entra in gioco è la protezione giuridica dei diritti, ovvero la percezione delle persone che un contratto e le sue eventuali sanzioni abbiano effetto.

Per le persone meno istruite, con relativa bassa capacità finanziaria, sono assai importanti la fiducia nel proprio consulente/intermediario e la tutela giuridica dei diritti per poter detenere qualsiasi tipo di attività rischiose (effetto complementare della fiducia e della protezione). Invece le persone più alfabetizzate possono fare a meno della consulenza in quanto si ritengono sufficientemente preparate per investire in titoli rischiosi, e quindi ritengono più importante avere un buon grado di tutela dei propri diritti¹¹³ per poter partecipare al mercato.

Per concludere il quadro delle variabili che influenzano l'affidamento del proprio patrimonio ai consulenti o meno, bisogna accennare alle caratteristiche personali degli investitori, una su tutte il genere. Ormai è comprovato che gli uomini hanno una maggiore "overconfidence" rispetto alle donne, ovvero si sentono più sicuri di se stessi e delle scelte che fanno, sovrastimando la qualità e le proprietà delle proprie informazioni. Questo porta sicuramente ad essere più autonomi nelle scelte e a non effettuare nessun tipo di delega ad altre persone. Le performance di coloro che hanno un'alta overconfidence inoltre sono peggiori, in quanto il loro portafoglio è meno diversificato ed operano troppo spesso nel mercato (eccesso di trading)¹¹⁴.

Il supporto di un consulente nella gestione del portafoglio potrebbe quindi essere benefico, mitigando le interferenze psicologiche ed emotive.

Un'ultima conclusione alla quale sono giunti i vari ricercatori riguarda il rapporto che hanno le persone con il loro consulente: se lo consultano solamente per avere qualche informazione supplementare o se gli delegano completamente la gestione del loro

¹¹³ È stato dimostrato che la fiducia per la partecipazione alla Borsa non è rilevante per chi è laureato, e viceversa; mentre la protezione giuridica ha più effetto per i laureati e meno per chi ha minore istruzione.

¹¹⁴ Guiso L. e Jappelli T., 2005, *"Information acquisition, overconfidence and portfolio performance"*, London, UK; CEPR Discussion Paper, No. 5901.

portafoglio. Gli individui più capaci tendono, come detto in precedenza, a consultare maggiormente gli esperti, però la decisione d'investimento viene presa molto spesso in modo autonomo. Mentre quella parte marginale di individui meno alfabetizzati che consultano un consulente, tende invece a delegargli completamente le decisioni finali d'investimento (delega completa).

2.4.3 ESEMPI DI MODELLI TEORICI

In questo paragrafo vengono descritti dei modelli teorici, che spiegano il ruolo assunto dalla fiducia e dall'alfabetizzazione finanziaria nella partecipazione al mercato finanziario e nell'affidamento ai consulenti.

I modelli dimostrano che la fiducia ha un ruolo centrale nell'incentivare le persone, soprattutto quelle meno istruite, a detenere degli strumenti finanziari rischiosi. Inoltre, è la principale variabile che chiarisce il perché anche gli individui con ingenti risorse economiche, che non hanno alcun problema a sostenere i costi di partecipazione, se ne stanno al di fuori del mercato del rischio.

L'alfabetizzazione finanziaria ha lo stesso impatto positivo sulla partecipazione, e può inoltre spiegare perché le persone più capaci optino per una minore delega al consulente nella gestione del portafoglio.

Il rapporto tra fiducia e alfabetizzazione è ambiguo e non decifrabile in modo esatto. Certi ricercatori sostengono che gli individui più fiduciosi che delegano completamente la gestione del portafoglio non acquisiscono alcuna competenza. Al contrario altri ricercatori sostengono che con il passare del tempo le persone che delegano acquisiranno maggiori competenze, essendo in contatto attivo con l'intermediario o con dei suoi consulenti¹¹⁵.

Un modello che studia l'effetto della fiducia e dell'alfabetizzazione nella partecipazione al mercato finanziario è quello proposto da Monticone (2010), che a sua volta rielabora un altro modello precedente esposto da Guiso, Sapienza e Zingales (2008).

¹¹⁵ Monticone C., 2010, "Financial literacy, trust and financial advice", www.sde.unito.it

Quando l'investitore investe in Borsa, deve prendere in considerazione sia la rischiosità del titolo su cui investe (rendimento incerto) sia la possibilità di essere truffato dal consulente/ente a cui si rivolge.

Nella letteratura i vari modelli teorici che vengono proposti, prendono in considerazione solo i costi d'informazione e di transazione.

Nel seguente modello entra in gioco anche il ruolo della fiducia.

L'investitore può investire la sua ricchezza W in titoli privi di rischio r_f (titoli di stato, buoni postali, ecc...) o in titoli rischiosi \bar{r} (azioni, private equity, ecc...). Egli inoltre deve prendere in considerazione i costi di partecipazione C , e la possibilità di truffa o mal informazione p (sfiducia) da parte del consulente dovuta principalmente ai conflitti d'interesse. Entrambe le variabili C e p abbassano il rendimento dei titoli rischiosi.

Ciascun potenziale investitore deve valutare la convenienza del titolo in cui vuole investire, e quindi se partecipare al mercato o meno. Converrà investire nei titoli rischiosi quando:

$$(1 - p_j)EU[(\alpha\bar{r} + (1 - \alpha)r_f)(W - c_j)] + p_jU[(1 - \alpha)r_f(W - c_j)] \geq U(Wr_f)$$

$j = \{\text{consulente; investitore}\}$

$\alpha =$ quota di ricchezza investita in attività rischiose

$EU =$ utilità attesa

$U =$ utilità

Quindi, converrà investire nei titoli rischiosi quando l'utilità del rendimento atteso dell'investimento rischioso, considerati i costi di partecipazione C e la probabilità di essere truffati p (con $(1-p_j)$ si intende la fiducia che l'investitore pone nel consulente), è maggiore dell'utilità che deriva dal rendimento certo dei titoli sicuri.

Le implicazioni di questa disuguaglianza fanno sì che ci deve essere un limite minimo di fiducia che fa scattare la partecipazione al mercato finanziario. Questo spiega perché anche le persone con ingenti ricchezze non vogliono entrare nel mercato del rischio.

Per di più, con l'aumentare dei costi d'ingresso aumenta di conseguenza anche il limite minimo di fiducia necessario per partecipare: l'accrescimento dei costi d'informazione e di transazione, che abbassano il rendimento atteso, devono essere necessariamente controbilanciati da un aumento della fiducia, che ha appunto un effetto contrario rispetto all'aumento dei costi.

Ugualmente un alto grado di sfiducia (grande valore di p che abbassa il rendimento atteso) deve essere compensato da un alto livello minimo di ricchezza per far scattare la partecipazione.

Questo modello appena illustrato può essere utilizzato per costruirne altri due che mettono a confronto la struttura della funzione dell'utilità attesa quando ci si affida, nella gestione del portafoglio, ad un consulente (delega completa) e quando invece si opera in modo del tutto autonomo.

I principali lati negativi di ciascuno di questi due modi di agire sono i seguenti: nel momento in cui si affida parte del proprio patrimonio ad un consulente, bisogna prendere in considerazione la possibilità che si venga truffati, mentre quando si opera in modo indipendente ci si affida sulle proprie capacità che possono essere non sufficienti per garantire un rendimento positivo.

Il modello (proposto sempre da Monticone) dell'utilità attesa proveniente da una delega completa al consulente è il seguente:

$$(1 - p_{con})EU[(\alpha\bar{r} + (1 - \alpha)r_f)(W - c_{con})] + p_{con} U[(1 - \alpha)r_f(W - C_{con})]$$

con = {consulente}

L'utilità attesa, investendo in attività rischiose e delegando la gestione completa del portafoglio, è influenzata da due variabili che ne abbassano il livello: la sfiducia nel consulente p_{con} e i costi da sostenere C_{con} .

I costi sono collegati principalmente alle commissioni da pagare all'esperto per il lavoro svolto.

Per quanto riguarda l'utilità attesa che deriva da un investimento preso in modo completamente autonomo, alcune variabili in gioco cambiano. Il modello teorico può essere rappresentato così:

$$(1 - p_{inv}) EU[(\alpha\bar{r} + (1 - \alpha)r_f)(W - c_{inv})] + p_{inv} U[(1 - \alpha)r_f(W - c_{inv})]$$

inv = {investitore}

In quest'ultimo modello l'utilità attesa è influenzata, non dalla fiducia verso qualcun altro, ma dal livello di fiducia che si ha in se stessi per gestire efficacemente il proprio portafoglio $(1 - p_{inv})$.

Diversamente da quanto detto in precedenza, C_{inv} sono tutti i costi che l'investitore autonomo deve sostenere per partecipare al mercato e non solo.

Oltre ai soliti costi diretti di partecipazione (costi di informazione e di transazione), l'investitore indipendente deve sostenerne anche uno di un altro tipo: il costo denominato "tempo/denaro".

Il tempo trascorso a ricercare le informazioni per poter investire efficacemente e consapevolmente nel mercato (per esempio informazioni sui rischi e rendimenti di quel determinato strumento finanziario), ma anche il tempo dedicato ad imparare e comprendere come funziona il mondo della finanza, porta via necessariamente del tempo prezioso che potrebbe essere impiegato in qualche altra attività più redditizia.

Le due variabili che influenzano maggiormente tale costo sono il livello di alfabetizzazione finanziaria, ma anche il "valore/costo" del tempo di ciascun investitore. Da varie ricerche empiriche è risultato che le persone con un più elevato "costo" del tempo sono quelle anziane e quelle con più ingenti risorse economiche, di

conseguenza esse saranno maggiormente disposte ad affidarsi ad un consulente o intermediario¹¹⁶.

Si possono così trarre delle conclusioni da questi modelli teorici.

Per quanto riguarda la partecipazione al mercato finanziario: a) Una maggiore fiducia nella controparte, ma anche in se stessi, produrrebbe uno stimolo maggiore a detenere attività rischiose, in quanto la fiducia aumenta il rendimento atteso dalla partecipazione al mercato; b) Un livello di alfabetizzazione finanziaria maggiore produce un effetto positivo: la diminuzione dei costi di partecipazione. Quindi gli individui più alfabetizzati sotto questo punto di vista sarebbero più intenzionati ad investire nel mercato dei capitali.

Per quanto riguarda invece la modalità con cui gli individui partecipano al mercato finanziario, si possono avere le seguenti implicazioni: a) Avere una bassa fiducia in se stessi (non reputare le proprie competenze sufficienti per poter investire proficuamente) ma un'elevata fiducia nei consulenti, porterebbe ad una maggiore delegazione nella gestione del portafoglio; b) Un alto livello di alfabetizzazione finanziaria dovrebbe avere l'effetto principale di ridurre la delegazione nella gestione degli investimenti, in quanto le persone più alfabetizzate hanno le competenze necessarie per gestire in maniera efficiente ed a minori costi i propri investimenti; c) Le persone con un elevato costo "tempo/denaro" sarebbero maggiormente disposte ad affidarsi ad un consulente; d) L'effetto della fiducia dovrebbe essere più elevato per le persone meno alfabetizzate finanziariamente (questo punto è valevole sia per la partecipazione al mercato che per le modalità di gestione del portafoglio).

Gli esiti dell'analisi empirica realizzata da Monticone (2010) dimostrano la validità di tutte queste implicazioni, tranne per le lettere c) e d) del paragrafo precedente. Infatti il costo "tempo/denaro" è risultato non rilevante per decidere se affidarsi o meno ad un

¹¹⁶ Per avere maggiori approfondimenti consultare: Hackethel A., Haliassos M. e Jappelli T., 2012, "Financial advisors: a case of babysitters?", *Journal of Banking & Finance*, No. 36, da pagina 515 a 517.

consulente, e anche l'effetto della fiducia, sia su persone istruite finanziariamente che non, è risultato indifferente riguardo la partecipazione al mercato dei capitali.

Guiso, Sapienza e Zingales (2008)¹¹⁷ tuttavia riscontrano un diverso risultato nelle loro analisi per quanto riguarda il punto d), ovvero: per quanto riguarda la partecipazione al mercato, l'effetto della fiducia sugli individui con minore istruzione e conoscenza del mercato è più rilevante rispetto alle persone più colte.

¹¹⁷ Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2008, *"Trusting the Stock Market"*, The Journal of Finance, Vol. LXIII, No. 6, pp. 2582 e 2583.

CAPITOLO 3

ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA E FIDUCIA: INDAGINE EMPIRICA

3.1 INTRODUZIONE

Negli ultimi vent'anni i mercati finanziari hanno subito un cambiamento pressoché radicale. Questo cambiamento è stato causato soprattutto da un'ingegneria finanziaria sempre più evoluta, la quale crea in modo sempre più repentino nuovi strumenti finanziari alquanto complessi e difficilmente interpretabili dagli individui che non si occupano della materia. Tale fatto ha inoltre scaturito la nascita degli ultimi scandali economico-finanziari (Parmalat, Enron, Lehman Brothers ecc...) e la conseguente crisi mondiale del 2008.

Alla luce di tali fatti la partecipazione ai mercati finanziari e la fiducia che le persone ripongono negli intermediari finanziari, negli ultimi anni, sono andate deteriorandosi.

Le ricerche sulle variabili che influenzano gli individui nella scelta di investire nei mercati dei capitali o meno, hanno dei risvolti molto rilevanti per le manovre che le autorità politiche nazionali e sovranazionali dovranno in seguito attuare per la regolamentazione del mercato. Tali ricerche hanno un ulteriore effetto anche per le istituzioni finanziarie nella "creazione" e nello sviluppo degli strumenti finanziari.

Il fine di questo elaborato è quello di integrare tali ricerche concentrandosi principalmente sul ruolo assunto dai consulenti finanziari. L'obiettivo di questo capitolo è infatti quello di analizzare, attraverso un'indagine empirica, come gli individui si comportino di fronte a delle scelte di investimento. Più precisamente vorremmo capire quali effetti hanno congiuntamente nelle decisioni di investimento sia l'alfabetizzazione finanziaria sia la fiducia degli individui.

L'analisi sperimentale cerca di rispondere a due quesiti fondamentali:

- 1) se la conoscenza del livello di alfabetizzazione finanziaria della controparte (consulente/promotore finanziario) è rilevante per gli investitori: cioè se tale conoscenza influenza il grado di fiducia degli investitori nei confronti della controparte nel momento in cui devono prendere una decisione di carattere finanziario;
- 2) constatare se viene posta maggiore fiducia verso un consulente con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria rispetto ad un altro con un minore livello.

Per rispondere a tale quesito è stato somministrato tramite il social network Facebook un questionario costruito ad hoc. I rispondenti, che hanno aderito liberamente alla ricerca avendo preso visione del link postato sulla mia pagina personale, sono stati 255. Nell'appendice 1 è riportato per intero il questionario somministrato ai partecipanti, con le relative domande.

3.2 INDAGINE EMPIRICA

3.2.1 IL "TRUST GAME"

Per verificare le ipotesi di ricerca appena illustrate, è stato costruito un "trust game", come proposto da Berg, Dickhaut e McCabe (1995)¹¹⁸.

Il gioco ha due partecipanti e può essere descritto nel seguente modo: al primo giocatore (investitore) viene consegnata una determinata somma di denaro (x), successivamente egli può decidere di investire interamente o in parte tale somma (y) affidandola ad un secondo giocatore (consulente) o in alternativa tenersi tutto per sé.

¹¹⁸ Berg J., Dickhaut J. e McCabe K., 1995, "Trust, Reciprocity, and Social History", *Games and Economic Behavior*, pp. 122-142.

La somma eventualmente investita viene triplicata per rendere il gioco più vicino ad un investimento reale, e trasferita al secondo giocatore, il quale liberamente può decidere (z) quanto restituire al primo giocatore.

Il profitto per il primo giocatore è la somma tra quanto non investito ($x-y$) e quanto il secondo giocatore gli ha restituito (z), viceversa per il secondo giocatore il profitto sarà pari al triplo della somma investita ($3y$) meno quanto restituito (z) al primo giocatore.

L'equilibrio del gioco vorrebbe che non si verificasse alcun trasferimento. Il secondo giocatore massimizza, infatti, la sua ricchezza non restituendo nulla al primo giocatore. Quest'ultimo, anticipando questo tipo di dinamica, deciderà di non affidare nulla del proprio denaro. Nella realtà, quello che si nota è che, invece, gli individui tendono a fidarsi e a trasferire denaro. L'ammontare del trasferimento è una proxy della fiducia. L'ammontare restituito è invece da considerarsi come una proxy dell'affidabilità della controparte.

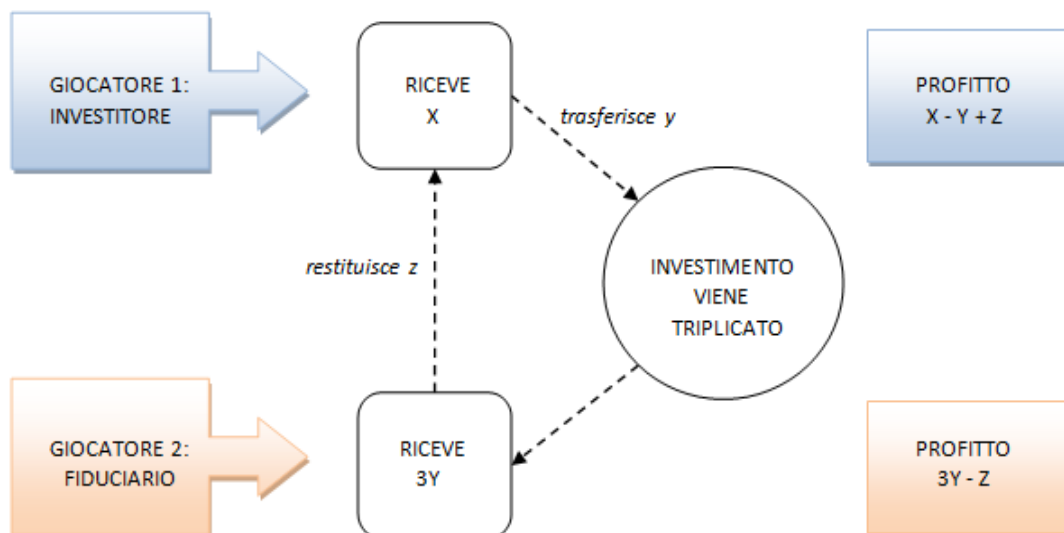


GRAFICO 3.1: IL GIOCO DI INVESTIMENTO

Dal comportamento degli individui, posti di fronte a questo semplice gioco si può dedurre quindi la fiducia che questi ripongono nella loro controparte. Questo tipo di esperimento è stato impiegato numerose volte in diversi contesti, per spiegare quali siano le logiche che portano un investitore a trasferire ad un consulente/promotore

una certa somma di denaro a disposizione. Sia le somme investite che quelle restituite nella maggioranza dei casi documentati sono diverse da zero.

La decisione del primo giocatore di trasferire una certa somma a disposizione è considerata un'azione di fiducia nei confronti del secondo giocatore. Viceversa la restituzione di un certo importo al primo giocatore è considerata un'azione di reciprocità e di lealtà da parte del secondo giocatore.

La fiducia quindi verso l'intermediario, rappresenta oggi un fatto molto importante per far sì che avvenga un aumento generale della partecipazione ai mercati dei capitali, sia per le persone con una elevata competenza finanziaria sia per quelle meno competenti in materia.

3.2.2 L'ESPERIMENTO E LA COMPOSIZIONE DEL QUESTIONARIO

La raccolta dei dati è avvenuta tramite la somministrazione di un questionario in due momenti separati: il primo tra il 14 - 22 marzo 2014, mentre il secondo tra il 28 luglio al 25 agosto del 2014.

Il totale delle risposte raccolte è 255: 73 nella prima tranche di raccolta e 182 nella restante.

Per la raccolta dei dati il questionario è stato diffuso principalmente mediante il social network Facebook.

Il questionario è diviso in tre parti, nel seguente ordine:

1. Test sull'alfabetizzazione finanziaria;
2. Gioco di investimento ("Trust game");
3. Informazioni socio-demografiche e di esperienza economico-finanziaria.

La prima sezione sull'*alfabetizzazione finanziaria* è composta da 5 domande a risposta multipla volte a misurare le competenze finanziarie. Le domande somministrate spaziano su argomenti base della finanza: dal funzionamento del tasso d'interesse a quello dell'inflazione¹¹⁹. Le possibili risposte sono 4, mentre l'ultima è sempre un "non

¹¹⁹ Per la selezione delle domande sono state prese in considerazione quelle somministrate da Lusardi nel suo paper: Lusardi A. e Mitchell O.S., 2007, "*Financial literacy and retirement planning: new evidence from the rand american life panel*", Michigan Retirement Research Centre Working Paper.

so". Prima di passare alla successiva sezione, viene mostrato il risultato raggiunto (ad esempio: *"Complimenti hai risposto in modo corretto a 4 domande su 5! Il tuo punteggio è 4"*).

La seconda parte riguarda il *gioco di investimento* (organizzato come spiegato in precedenza) volto a valutare quale sia l'effetto della percezione del livello di alfabetizzazione finanziaria della controparte (consulente) sulla fiducia di un investitore.

Prima di procedere allo svolgimento del "trust game", vengono date alcune indicazioni: il partecipante dovrà decidere quanto è disposto a dare, di un certo ammontare di capitale a disposizione, ad un consulente finanziario; la somma investita triplicherà ed infine il consulente (secondo giocatore) deciderà quanto restituirgli.

Il questionario contiene tre varianti (trattamenti) del gioco di investimento, differenziate per tipo di informazione data riguardante il consulente finanziario. Ciascun partecipante troverà nello svolgimento nel questionario una sola di queste tre versioni del "trust game".

Una prima variante riguarda la non divulgazione di alcuna notizia riguardante le competenze finanziarie dell'intermediario; invece nelle altre due il partecipante viene informato relativamente al livello di alfabetizzazione finanziaria del consulente, che può essere maggiore o minore della sua.

A ciascun rispondente viene data una variante in base al punteggio raggiunto nella prima fase: ad esempio non può mai capitare che ad un partecipante che ha risposto correttamente a tutte le domande del test sull'alfabetizzazione finanziaria venga data la versione *"l'altro giocatore ha ottenuto un punteggio nel quiz che è superiore al tuo"*. Piuttosto gli viene assegnata la versione *"Non riceverai alcuna informazione su questo secondo giocatore prima di decidere quanto denaro affidargli per l'investimento"* o *"L'altro giocatore ha ottenuto un punteggio nel quiz che è inferiore/uguale al tuo"*.

La risposta di quanto il secondo giocatore restituirà ai partecipanti, viene data dopo la compilazione della terza e ultima parte, ovvero quella relativa alle informazioni socio-demografiche e di esperienza economico-finanziaria.

Le domande socio-demografiche riguardano il sesso, la fascia d'età, il titolo di studio, la professione e la fascia di reddito, mentre quelle relative all'esperienza economico-finanziaria fanno riferimento all'avversione al rischio e al possesso eventuale di vari strumenti finanziari o di un semplice conto corrente.

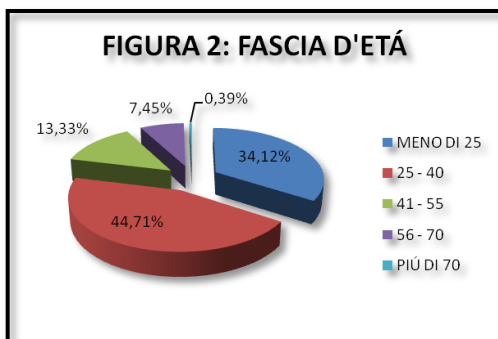
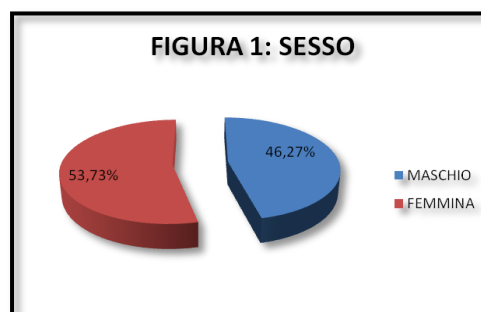
Al termine di tale sezione si ha il feedback di quanto viene restituito nell'esperimento, ed i ringraziamenti.

3.2.3 ANALISI DESCRITTIVA DEI DATI

Prima di rispondere alle due questioni per cui è stato realizzato questo esperimento, si andranno ad analizzare le caratteristiche dei 255 partecipanti¹²⁰.

Si riscontra una certa equivalenza di distribuzione per quanto riguarda i due sessi:

le donne sono in leggera maggioranza, circa il 7% in più. (figura 1)

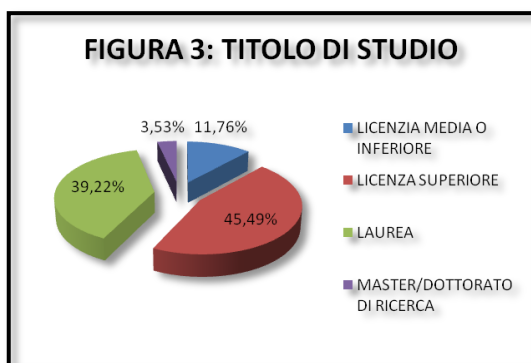


La domanda successiva chiedeva in quale delle 5 fasce d'età ricadeva ciascuno dei rispondenti. La maggior parte del campione ricade nella fascia tra i 25-40 anni (44,71%), seguita poi dalla fascia d'età con i rispondenti aventi meno di 25 anni (34,12%).

In ordine sequenziale troviamo poi le persone comprese nella fascia d'età tra i 41-55, che rappresentano il 13,33% del campione, di seguito quelle che hanno un'età racchiusa tra i 56-70 (7,45%), ed infine gli individui con più di 70 anni che sono solo il 0,39% dei partecipanti. (figura 2)

Complessivamente il 78,83% dei rispondenti è composta da individui che sono all'inizio o nel pieno della loro attività lavorativa, periodo in cui le decisioni finanziarie da intraprendere potrebbero fare la differenza per il loro benessere finanziario futuro.

¹²⁰ Le caratteristiche dei partecipanti sono raccolte tramite la terza parte del questionario.

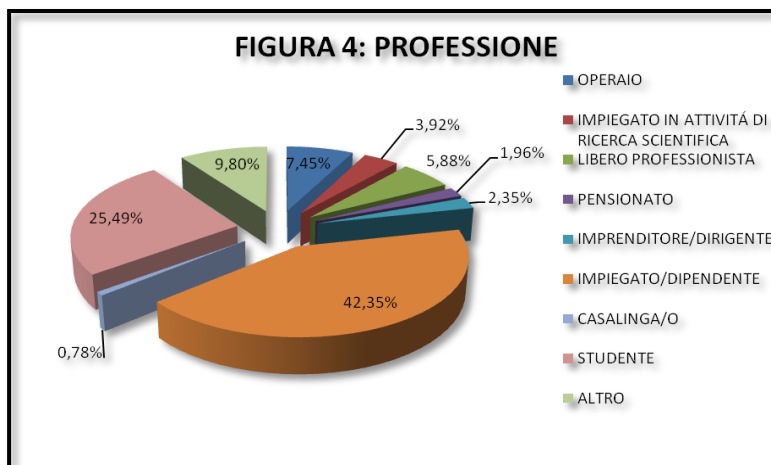


Procedendo con l'analisi descrittiva, un altro fattore che viene analizzato è l'educazione scolastica, ovvero il titolo di studio acquisito. Come si può osservare dalla *figura 3*, la maggior parte degli individui ha un titolo di licenza superiore (45,49%) o una laurea (39,22%). La parte

residua dei partecipanti ha invece una licenza media o inferiore (11,76%), o un master/dottorato di ricerca (3,53%). Tale fattore può risultare utile per capire se chi ha un titolo di studio più elevato, ha anche una maggiore o minore fiducia nei consulenti.

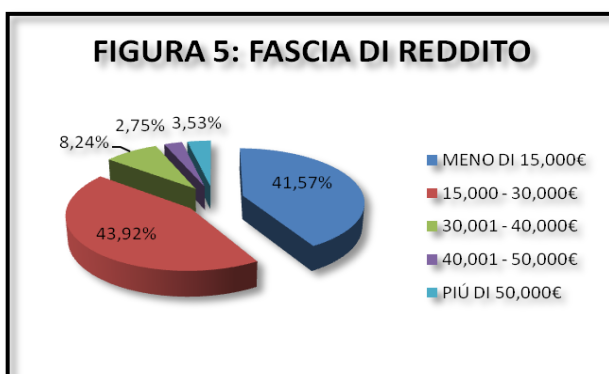
Un altro dato analizzato è l'attuale professione dei rispondenti. (*figura 4*)

La professione "studenti" e "impiegato/dipendente" formano quasi il 70% del campione,



rispettivamente il 25,49% e il 42,35%. Dall'analisi di questa domanda si può trarre la seguente implicazione: il tipo di professione può dare un'indicazione sul livello di esperienze in campo economico-finanziario di ciascuna categoria. Per esempio uno studente avrà un bagaglio di esperienza minore rispetto a quello che può avere un pensionato o un dirigente, che nel corso della propria vita lavorativa avrà dovuto fare diverse scelte in tale campo. L'esperienza economico-finanziaria può inoltre influenzare il livello di alfabetizzazione finanziaria, ma anche la fiducia posta nei confronti degli intermediari.

L'ultima domanda relativa alla parte socio-demografica richiedeva di dare un'indicazione riguardante la fascia di reddito di appartenenza. La *figura 5* dimostra

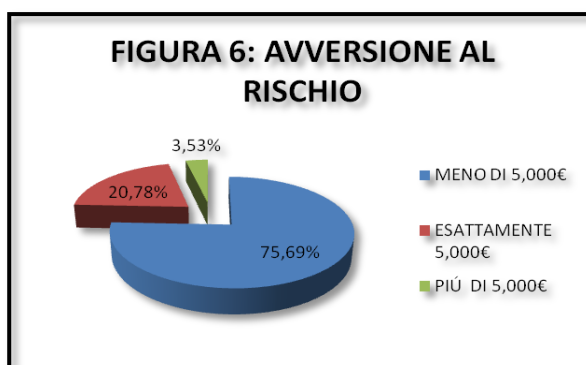


l'appartenenza della maggior parte dei partecipanti alle fasce di reddito più basse: il 41,57% dichiara di avere meno di 15,000€ annui, mentre il 43,92% tra i 15,000€ e 30,000€.

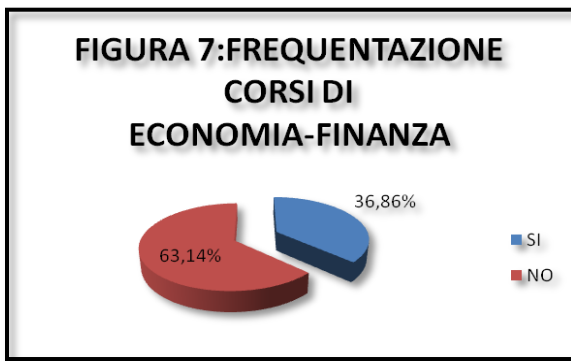
Da questi dati si può dedurre quindi che la maggioranza delle persone non può permettersi di fare scelte sbagliate negli investimenti, in quanto potrebbero pregiudicare in modo molto considerevole il loro patrimonio economico accumulato. Per di più tali persone potrebbero essere meno propense ad investire nel mercato dei capitali, e decidere quindi di investire in titoli meno rischiosi come quelli statali.

La *figura 6*, relativa alla prima di una serie di domande che vanno ad indagare sulle esperienze economico-finanziarie degli individui (*"Hai l'opportunità di acquistare un titolo con il quale puoi guadagnare €10'000 o, con uguale probabilità, perdere tutto il capitale impegnato. Quanto sei disposto a pagare al massimo per acquistare questo titolo? 1)Meno di 5,000€ 2) Esattamente 5,000€ 3) Più 5,000€"*), supporta l'implicazione sopracitata.

Il 75,69% del campione infatti si è dimostrato avverso al rischio, preferendo spendere meno di 5,000€.



Proseguendo con l'analisi descrittiva, alla domanda concernente la possibilità di aver frequentato in passato un corso di elementi di base di economia e finanza (*figura 7*), la maggioranza dei partecipanti ha risposto di no (63,14%). Tale fattore potrebbe aver influito sulle competenze finanziarie dei partecipanti.

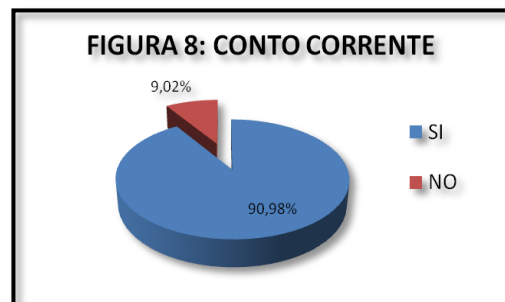


Tuttavia la frequentazione o meno di un corso di educazione finanziaria, potrebbe non influire sulle capacità delle persone in quanto quest'ultime possono essersi informate da altri fonti, come ad esempio i giornali/riviste e programmi tv

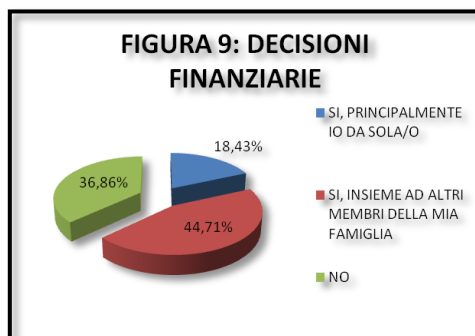
specializzati in finanza.

Questa analisi descrittiva si conclude con le ultime tre domande della terza sezione del questionario relativa all'esperienza passata di ciascun partecipante: ad ognuno di essi è stato chiesto di indicare se è in possesso di un conto corrente, se è la persona in famiglia che prende le decisioni in campo finanziario, ed infine se ha mai investito in qualche strumento finanziario.

Il 90,98% dei rispondenti è in possesso di un conto corrente (*figura 8*): questo sta a significare che il campione esaminato è "attivo" finanziariamente, in quanto gli individui dispongono di risorse finanziarie per un eventuale investimento/finanziamento.



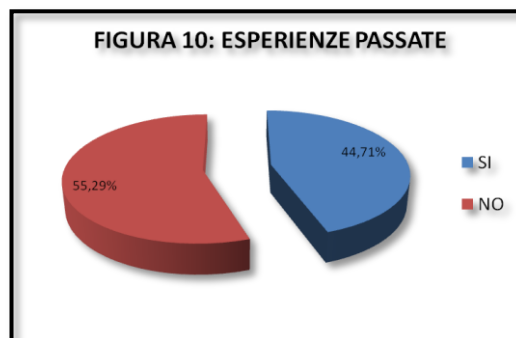
Questa conclusione si può dedurre anche dall'età media dei partecipanti (analizzata dalla *figura 2*) la quale dimostra che gli individui sono nel pieno della loro vita e, a differenza di quello che può essere un pensionato, sono più esposti al dover prendere delle decisioni di carattere finanziario.



L'analisi della domanda successiva va ad integrare ancor di più questo fatto. (*figura 9*) Infatti circa il 65% del campione ha detto di aver preso delle decisioni di carattere finanziario, e il 44,71% ha sostenuto di averle prese in condivisione con altri membri della

famiglia.

Infine l'ultimo quesito (*Hai mai fatto investimenti in titoli, obbligazioni o altri prodotti finanziari? 1)Si 2)no*) ha dimostrato come quasi la metà dei rispondenti ha avuto delle esperienze passate, investendo in diversi strumenti finanziari con diverso grado di rischio. (figura 10)



L'analisi sulle caratteristiche dei 255 partecipanti all'esperimento, si conclude indicando che la media del punteggio relativo al test di alfabetizzazione finanziaria della prima sezione, è di circa il 3,6 su un valore massimo di 5. Il livello quindi di alfabetizzazione finanziaria è risultato al di sopra della sufficienza.

3.2.4 ANALISI QUANTITATIVA DEI DATI

Uno dei fini principali dell'esperimento è capire se la conoscenza, da parte degli investitori, del livello di alfabetizzazione finanziaria del consulente, ha delle conseguenze sul livello di fiducia posto nei suoi confronti.

Come detto in precedenza ciascun partecipante ha condotto un solo gioco di investimento, per avere così un'analisi corretta dei dati, senza alcun tipo di influenze e mescolanze.

I 255 partecipanti sono stati così divisi (in modo random):

- 48 individui hanno sostenuto il gioco di investimento avendo a disposizione l'informazione che il secondo giocatore (consulente) ha avuto un punteggio di alfabetizzazione finanziaria superiore al proprio;
- 127 persone sono state sottoposte al trattamento "no info", ovvero al "trust game" nel quale non veniva data nessuna informazione riguardo l'alfabetizzazione finanziaria del consulente;
- 80 persone infine hanno partecipato al gioco di investimento in cui veniva data l'informazione che il consulente ha avuto un punteggio di alfabetizzazione finanziaria inferiore al proprio.

Attraverso il *Test di Kruskal-Wallis*¹²¹ si è esaminato quale sia l'impatto (in termini di somma affidata al secondo giocatore) dei tre diversi trattamenti, sulla fiducia posta dall'investitore al proprio consulente.

FIGURA 11

Kruskal-wallis equality-of-populations rank test		
id	Obs	Rank Sum
1	48	6234.50
2	80	10467.50
3	127	15938.00

chi-squared = 0.297 with 2 d.f.
probability = 0.8622

chi-squared with ties = 0.305 with 2 d.f.
probability = 0.8584

L'analisi dei risultati del test (figura 11) dimostra che i tre differenti trattamenti non sono statisticamente diversi tra loro¹²². Si può quindi concludere (rispondendo anche al quesito numero due dell'introduzione¹²³)

che differenti tipi di informazione dati agli investitori sull'alfabetizzazione finanziaria del consulente, non hanno una diversa un'influenza sulla fiducia posta dagli investitori nei confronti dei consulenti.

FIGURA 12
TEST DI MANN-WHITNEY-
WILCOXON

Una conferma analoga si è avuta utilizzando il *Test di Mann-Whitney-Wilcoxon*¹²⁴, con il quale si è analizzato se esiste una significativa differenza nei trasferimenti eseguiti dall'investitore, comparando l'ipotesi di assenza di informazione con l'ipotesi di avere una qualche informazione (alfabetizzazione finanziaria superiore o inferiore) riguardo le capacità finanziarie

	trasferimenti
U di Mann-Whitney	7810,000
W di Wilcoxon	15938,000
Z	-,548
Sig. Asint. a 2 code	,584

¹²¹ Il *test di Kruskal-Wallis* è un metodo non parametrico per analizzare l'uguaglianza delle mediane dei diversi gruppi/campioni statistici.

Verifica quindi se i diversi gruppi derivano dalla stessa popolazione e, di conseguenza se sono statisticamente differenti tra loro o meno. (Kruskal-Wallis 1952)

¹²² Un valore del p-value inferiore allo 0.10 dà prova che i tre trattamenti analizzati siano statisticamente differenti.

¹²³ il quesito è: constatare se viene posta maggiore fiducia verso un consulente con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria rispetto ad un altro con un minore livello.

¹²⁴ Il *test di Mann-Whitney-Wilcoxon* è un test non parametrico, con il fine di verificare se due campioni statistici derivano dalla stessa popolazione. Un valore del p-value superiore allo 0,10 significa che i due campioni provengono dalla stessa popolazione, sostenendo l'ipotesi che essi siano statisticamente non differenti tra loro.

dell'intermediario. Il test ha dato esito negativo ($p\text{-value}=0,584$), confermando anche in questo caso la non differenza di trasferimento tra i due trattamenti in esame: avere o non avere informazioni riguardo l'alfabetizzazione finanziaria del consulente, non influenza la fiducia degli investitori nei confronti dell'intermediario.

Si conclude l'analisi quantitativa analizzando ulteriori variabili, che possono influire sulla fiducia posta dagli investitori nei confronti nei propri consulenti.

Si usufruisce per tale analisi della terza parte del questionario somministrato, ovvero quella relativa ai quesiti socio-demografici e riguardanti l'esperienza finanziaria passata.

Per questa ulteriore analisi e per capire quali altri fattori spingono le persone ad affidare ad altri la propria dotazione economica, sono state prese in considerazione **sei variabili**:

1. **Genere.**
2. **Avversione al rischio.** Tramite la domanda n. 6¹²⁵ della terza parte del questionario si sono divisi i partecipanti in 3 profili di rischio: avverso al rischio, neutrale e propenso al rischio.
3. **Investimenti/esperienze passati/e.** Mediante l'ultima domanda del questionario si è indagato sulle scelte passate di investimento dei rispondenti.
4. **Età.**
5. **Educazione scolastica.**
6. **Reddito.**

Per esaminare la relazione di queste sei variabili con la fiducia posta dagli investitori nei confronti dell'intermediario, è stata creata una *regressione logistica* (analisi logit).

La variabile dipendente FIDUCIA è stata convertita in una variabile dipendente binaria, con la mediana dei trasferimenti (valore 500€) realizzati come frontiera. La variabile binaria può assumere solo 2 valori: assume valore 1 quando un investitore decide di

¹²⁵ Il quesito è il seguente: "Hai l'opportunità di acquistare un titolo con il quale puoi guadagnare €10'000 o, con uguale probabilità, perdere tutto il capitale impegnato. Quanto sei disposto a pagare al massimo per acquistare questo titolo? 1)Meno di 5,000€ 2)Esattamente 5,000€ 3)Più di 5,000€.

affidare all'intermediario una somma uguale o superiore a 500, assume invece valore 0 quando decide di investire una somma inferiore.

Il modello è il seguente:

$$p(x) \equiv P(y=1 | x) = G(x\beta)$$

$$x\beta = \beta_1, \beta_2x_2, \beta_3x_3 \dots \beta_nx_n$$

In questo modello dove $G(z)$ è la funzione logistica, il segno di β_j dà un'importante informazione, ovvero il segno dell'effetto di x_j sulla probabilità che l'investitore effettui un investimento superiore o uguale alla mediana.

Il modello viene così descritto:

$$\text{Fiducia} = \text{Genere} + \text{Avversione al rischio} + \text{Investimenti passati} + \text{Età} + \text{Educazione scolastica} + \text{Reddito} + \xi$$

Come si può notare dai risultati della *regressione logistica (figura 13)*¹²⁶, dal punto di vista statistico si sottolinea la significatività della relazione tra fiducia e propensione al rischio. La variabile (*risk_inv*) ha un coefficiente positivo e quindi si rileva una correlazione positiva tra essa e la variabile dipendente fiducia.

Gli individui perciò meno avversi al rischio (neutrali e propensi al rischio) effettuano trasferimenti più ingenti, fornendo prova di avere più fiducia nei confronti del consulente.

Le altre cinque variabili inserite nell'*analisi logit* risultano avere una significatività statistica non rilevante, tuttavia si possono dedurre alcune osservazioni interessanti.

La variabile indipendente *gender*, diversamente da quanto sostenuto dalla letteratura (la quale sostiene che le donne, rispetto agli uomini, sono più avverse al rischio e partecipano in modo minore al mercato finanziario¹²⁷), non ha un effetto considerevole sulla fiducia degli investitori.

¹²⁶ Livello di significatività: p-value < 0,05 = relazione significativa

¹²⁷ Per un approfondimento consultare: Almenberg J. e Dreber A., 2012, "*Gender, Stock Market Participation and Financial Literacy*", SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, No. 737.

Proseguendo con l'analisi,

FIGURA 13. ANALISI LOGIT

il coefficiente
negativo della
variabile *past_inv*
indica che le
persone che hanno
effettuato un
numero maggiore di
investimenti nel
passato (in titoli di
stato, obbligazioni,

. logit fiducia gender age income risk_av past_inv edu							
Iteration 0: log likelihood = -173.75844							
Iteration 1: log likelihood = -170.54851							
Iteration 2: log likelihood = -170.53359							
Iteration 3: log likelihood = -170.53359							
Logistic regression					Number of obs	=	255
Log likelihood = -170.53359					LR chi2(6)	=	6.45
					Prob > chi2	=	0.3747
					Pseudo R2	=	0.0186
fiducia	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]		
gender	.122431	.2641466	0.46	0.643	-.3952869	.6401488	
age	-.1614159	.1689702	-0.96	0.339	-.4925914	.1697596	
income	.1090837	.1574523	0.69	0.488	-.1995172	.4176846	
risk_av	.5521226	.2675375	2.06	0.039	.0277587	1.076486	
past_inv	-.3224654	.2805275	-1.15	0.250	-.8722892	.2273585	
edu	.0520936	.1821229	0.29	0.775	-.3048607	.4090478	
_cons	-.0803258	.9467848	-0.08	0.932	-1.93599	1.775338	

azioni, ecc...), risulterebbero avere meno fiducia nei confronti dell'intermediario¹²⁸.

Tuttavia questa considerazione non è supportata dal punto di vista statistico.

Analizzando la variabile *age*, si deduce che investitori aventi età differenti non hanno diversi livelli di fiducia nei confronti dell'intermediario.

Infine anche dall'analisi delle variabili *education* e *income*, si denota una loro non influenza sulla fiducia delle persone. Questo risultato è in controtendenza rispetto alla letteratura, che studia le variabili che incentivano la partecipazione al mercato azionario. Diversi studi e ricerche¹²⁹ sostengono, infatti, che una maggiore istruzione e un maggior reddito hanno un effetto positivo sulla probabilità di partecipazione al mercato finanziario da parte degli individui.

Per quanto riguarda l'unica variabile significativa (*risk_inv*), la letteratura è in linea con quanto confermato dall'analisi *logit*, che evidenzia una correlazione positiva tra la propensione al rischio degli investitori e la fiducia negli intermediari finanziari.

¹²⁸ Questo può essere dovuto a cattive esperienze passate, ancora presenti nella memoria degli individui. Esperienze causate ad esempio dall'aver fatto, individualmente o anche con l'ausilio di un consulente, scelte sbagliate in qualche investimento, con conseguenti effetti negativi sul patrimonio.

¹²⁹ Per un esempio consultare: Monticone C., 2010, "Financial literacy, trust and financial advice", www.sde.unito.it

CONCLUSIONE

Il contesto finanziario che ci circonda ha subito negli ultimi 20 anni una rapida e continua mutazione: è caratterizzato sempre di più da una forte incertezza, da andamenti altalenanti e, da strumenti finanziari molto sofisticati e complicati.

Come più volte ripetuto nell'elaborato, gli individui oggi e ancor di più le generazioni future devono saper prendere delle decisioni finanziarie consapevoli ed il più possibile efficienti, in base al proprio patrimonio economico e ai loro obiettivi prefissati. L'alfabetizzazione finanziaria è ritenuta ormai una capacità necessaria, per fronteggiare un contesto finanziario come quello attuale.

Nelle decisioni di carattere finanziario, e di conseguenza nella decisione se partecipare al mercato dei capitali o meno, anche la fiducia verso l'intermediario ha la sua importanza.

Lo scopo del seguente lavoro è stato quello di studiare il ruolo di due fattori, l'alfabetizzazione finanziaria e la fiducia, nelle scelte di investimento degli individui e nella partecipazione degli stessi al mercato finanziario.

L'elaborato cerca quindi di contribuire a dare utili risultati al filone di ricerche, che studiano le variabili che influenzano gli individui nella scelta di investire nei mercati dei capitali o meno.

Tali risultati possono essere molto validi sia per le autorità politiche nella regolamentazione del mercato, sia per le istituzioni finanziarie nella realizzazione dei futuri strumenti finanziari.

Nel **capitolo uno** si è messa in risalto l'importanza dell'*alfabetizzazione finanziaria* nel contesto odierno. Come dimostrato da varie ricerche e sondaggi, in diverse parti del

mondo il livello di conoscenza e capacità finanziarie delle persone non è sufficiente ed adeguato per poter fare delle scelte economicamente efficienti. Gli effetti delle scelte errate oltre ad essere onerosi e a volte drammatici per alcune famiglie, hanno una ulteriore conseguenza negativa sull'intera economia e sul mercato finanziario di un determinato paese.

Molteplici ricerche empiriche dimostrano che gli individui meno alfabetizzati finanziariamente, tendono in generale a commettere più errori di investimento, risparmiano meno per eventuali eventi futuri e per la pensione, partecipano in maniera minore al mercato dei capitali, e fanno maggiore affidamento a fonti informali di consultazione (amici e parenti), rispetto alle persone più alfabetizzate finanziariamente.

In varie parti del mondo sono così iniziate varie iniziative di educazione finanziaria, con lo scopo proprio di ridurre la differenza tra le capacità delle persone non esperte di finanza e la complessità del mercato finanziario odierno. Autorità politiche, istituzioni finanziarie pubbliche e private, e altre associazioni di differenti stati, hanno contribuito e cercato di rendere maggiormente alfabetizzati finanziariamente gli individui. Tuttavia gli effetti positivi di tali iniziative nei comportamenti delle persone non sempre sono soddisfacenti e non sono effettivamente riscontrati in seguito.

In Italia il problema principale è la mancanza di un'istituzione centrale che organizzi e coordini i vari enti coinvolti e che stabilisca un piano nazionale per lo sviluppo e il monitoraggio delle iniziative. Le conseguenze negative di tale mancanza di coordinamento, sono principalmente lo spreco di risorse e il probabile poco effetto delle varie iniziative sulle conoscenze e competenze dei soggetti, in quanto mal gestite e con la sola somministrazione nozioni e concetti troppo generali, non utili ai fini dei bisogni degli individui. Come più volte sottolineato in questo lavoro, quando si va ad impostare la costruzione di una iniziativa di *financial education*, bisogna prendere in considerazione anche le variabili psicologiche, ovvero delle trappole cognitive che portano gli individui a fare degli errori di valutazione nel momento della decisione. Uno scopo primario quindi delle iniziative di educazione finanziaria, è proprio quello di

affievolire l'effetto di tali trappole psicologiche, e far sì che gli individui prendano consapevolmente la decisione finanziaria più corretta ed efficace.

Nel corso del **secondo capitolo** si è preso in esame il secondo fattore, la fiducia.

La fiducia interpersonale non è presente solo nelle relazioni di tipo finanziario, ma in qualsiasi tipo di relazione tra le persone (commerciale, sentimentale, ecc...).

Il fattore fiducia è influenzato in maggior parte dalle culture e credenze radicate nelle persone, ma anche da altri fattori *variabili* come il reddito e la connessione con la società circostante (capitale sociale).

In questo lavoro di ricerca si è cercato di testare la fiducia posta da un investitore nei confronti di un consulente. L'incertezza del comportamento che terrà il consulente è la variabile principale che influenza maggiormente questo tipo di rapporto.

La consultazione e l'affidamento ad un consulente della gestione di un investimento, porta con sé dei vantaggi ma anche dei svantaggi economici per l'investitore. I vantaggi principali sono, per esempio, una maggiore diversificazione del portafoglio, una riduzione della volatilità dei rendimenti, e la mitigazione di distorsioni psicologiche dovute alla razionalità limitata dei clienti. Il servizio di consulenza tuttavia ha dei costi, *diretti* (commissioni) ma anche *indiretti*, cioè i conflitti di interessi tra investitore e consulente.

Studi e ricerche dimostrano che la fiducia risulta essere una variabile cruciale per incentivare le persone ad investire nel mercato finanziario. Per gli individui con meno capacità finanziarie la fiducia verso un intermediario diventa ancora più fondamentale, in quanto non hanno le basi per poter investire efficacemente in modo autonomo.

Attraverso la somministrazione di un questionario a 255 persone non esperte di finanza, si è analizzato effettivamente quale sia l'effetto congiunto di alfabetizzazione finanziaria e di fiducia delle persone, nel momento in cui esse devono prendere delle decisioni di carattere finanziario.

In particolare si è cercato di capire se la conoscenza da parte dell'investitore del livello di alfabetizzazione finanziaria della sua controparte (consulente), influenza il suo grado

di fiducia posto nei confronti dell'intermediario, e quindi di conseguenza anche la sua partecipazione al mercato finanziario.

Un secondo quesito era quello di constatare se viene posta maggiore fiducia verso un consulente con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria rispetto ad un altro con un minore livello.

Infine, per completare l'analisi, si sono esaminate altre sei variabili che potrebbero influenzare il livello di fiducia posto dagli investitori nei confronti dei consulenti.

Dopo aver fatto un'analisi descrittiva del campione, attraverso il *Test di Kruskal-Wallis* si è cercato di analizzare quale sia stato l'impatto (in termini di trasferimenti fatti al consulente/promotore) dei tre diversi trattamenti presenti nel gioco di investimento (1. assenza di informazione riguardo l'alfabetizzazione finanziaria del consulente; 2. l'alfabetizzazione finanziaria del consulente è maggiore rispetto a quella dell'investitore; 3. l'alfabetizzazione finanziaria del consulente è minore rispetto a quella dell'investitore) sulla fiducia degli investitori nei confronti dei consulenti.

Dai risultati del test risulterebbe che fornire differenti tipi di informazione (compreso il caso di assenza di informazione) agli investitori riguardo l'alfabetizzazione finanziaria del consulente, non influirebbe sul livello di fiducia degli investitori nei confronti dei consulenti. I tre diversi trattamenti non sono statisticamente diversi tra loro, derivando dalla stessa popolazione e aventi mediane simili.

Considerando i due casi in cui il partecipante ha avuto l'informazione riguardante le capacità finanziarie dell'intermediario (trattamenti 2. e 3. sopracitati), si deduce che non vi è nessuna differenza di fiducia tra coloro che hanno avuto le due differenti informazioni: l'informazione che il consulente sia più o meno capace finanziariamente rispetto all'investitore, non varia la fiducia posta da questi ultimi nei confronti dell'intermediario.

Tramite un altro test di tipo non parametrico, il *Test di Mann-Whitney-Wilcoxon*, si è cercato di approfondire l'analisi precedente: l'obiettivo era quello di capire se è rilevante, per un aumento della fiducia dell'investitore posta nei confronti del consulente, avere una qualche informazione sull'alfabetizzazione finanziaria di quest'ultimo. Anche in questo caso i risultati rilevano la non importanza di avere

questa informazione: infatti la fiducia degli investitori non cambia quando dispongono o meno dell'informazione sull'alfabetizzazione finanziaria del consulente.

In conclusione per completare l'analisi quantitativa, si sono analizzate, tramite una regressione logistica, alcune variabili che potrebbero avere un certo impatto sulla fiducia degli investitori.

Le variabili prese in considerazione sono state sei: il genere, l'avversione al rischio, le esperienze passate in campo finanziario, l'età, l'educazione scolastica e il reddito.

I risultati dimostrano che solamente l'avversione al rischio ha un impatto rilevante, dal punto di vista statistico, sul grado di fiducia degli investitori nei confronti dell'intermediario. Tale risultato è in coerenza con quanto sostiene la letteratura: all'aumentare della propensione al rischio degli investitori, maggiore sarà la fiducia nei confronti dei consulenti e di conseguenza la partecipazione al mercato finanziario.

Le altre cinque variabili analizzate risultano essere non statisticamente rilevanti.

Alcune di esse sono in controtendenza rispetto a quanto sostiene la letteratura. Per esempio le variabili *income* e *education* dovrebbero incentivare la fiducia verso gli intermediari e la partecipazione degli individui al mercato finanziario; nella nostra analisi invece questi due fattori risultano essere non rilevanti. Anche la variabile *gender* non ha alcun effetto statisticamente rilevante sulla fiducia degli investitori: la letteratura, al contrario, sostiene che gli uomini sono generalmente meno avversi al rischio e investono di più nei mercati azionari. Tali risultati potrebbero essere causati dalla non ampia numerosità del campione analizzato, che potrebbe aver influenzato le relazioni tra le differenti variabili.

Da un'analisi generale dei risultati, quindi, si deduce che non è importante per i potenziali investitori conoscere le capacità finanziarie del consulente per avere un incentivo ad investire maggiormente nei mercati dei capitali.

Le autorità che regolamentano il mercato finanziario e le istituzioni finanziarie, dovrebbero così puntare su altri fattori (per esempio rendere maggiormente trasparente la relazione tra consulente e investitore, diminuendo i possibili conflitti di interesse) per aumentare la partecipazione ai mercati azionari da parte degli individui.

L'obbligo per i consulenti di fornire l'informazione riguardo le proprie capacità finanziarie non avrebbe, infatti, alcun effetto sulla fiducia e sui trasferimenti effettuati dai potenziali investitori.

Le conclusioni che si traggono da questo elaborato, dovrebbero però essere approfondite maggiormente, realizzando altri esperimenti con un campione maggiormente rappresentativo e, possibilmente, con la variazione di alcune regole del gioco di investimento per renderlo più vicino alla realtà.

APPENDICE 1

QUESTIONARIO

Benvenuto/a! Grazie per aver deciso di partecipare a questo esperimento, che è parte di un progetto riguardante la mia tesi di laurea. Lo scopo del questionario è quello di analizzare le conoscenze in campo finanziario e le relative scelte di investimento di fronte ad un certo evento.

I dati saranno raccolti in forma rigorosamente anonima, non ti verrà mai chiesto di inserire il tuo nome o altre caratteristiche riconoscibili. Ti chiedo di rispondere con sincerità a tutte le domande

PARTE 1

TEST SULL'ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA

Per favore rispondi alle domande seguenti relativamente ad alcuni possibili scenari. Ti chiediamo gentilmente di non avvalerti di internet o dell'aiuto di altri per rispondere alle domande. Rispondi in base alle tue conoscenze.

Supponi di avere €100 in un conto bancario e che il tasso di interesse sia pari al 2%. Se non tocchi il denaro per 5 anni, lasciandolo crescere, quanto pensi che ti troverai nel conto?

- Più di €102
- Esattamente €102
- Meno di €102
- Non lo so

Supponi di avere €100 in un conto bancario e che il tasso di interesse sia pari al 20%. Se non tocchi il denaro per 5 anni, lasciandolo crescere senza mai prelevare nulla, quanto pensi che ti troverai nel conto?

- Più di €200
- Esattamente €200
- Meno di €200
- Non lo so

Supponi che il tasso di interesse sul tuo conto bancario sia pari all' 1% e che il tasso di inflazione sia pari al 2%. Dopo un anno quanto potrai comprare con i soldi nel tuo conto supponendo di non aver mai prelevato nulla durante l'anno?

- Più di oggi
- Esattamente quanto oggi
- Meno di oggi
- Non lo so

Supponi che un tuo amico erediti oggi €10'000, mentre un suo fratello ne erediti altrettanti (€10'000) ma tra 3 anni. Chi dei due è più ricco dopo quest'eredità?

- Il mio amico
- Suo fratello
- Sono ugualmente ricchi
- Non lo so

Supponi che nel 2014 il tuo reddito sia raddoppiato e che siano raddoppiati anche i prezzi dei beni che consumi. Quante cose potrai comprare con il tuo reddito?

- Più di oggi
- Esattamente quanto oggi
- Meno di oggi
- Non lo so

POSSIBILI RISULTATI DEL TEST SULL'ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA

Ci dispiace, non hai risposto correttamente a nessuna delle domande, il tuo punteggio è 0

Complimenti hai risposto in modo corretto a 1 domanda su 5! Il tuo punteggio è 1

Complimenti hai risposto in modo corretto a 2 domande su 5! Il tuo punteggio è 2

Complimenti hai risposto in modo corretto a 3 domande su 5! Il tuo punteggio è 3

Complimenti hai risposto in modo corretto a 4 domande su 5! Il tuo punteggio è 4

Complimenti hai risposto in modo corretto a tutte le domande! Il tuo punteggio è 5

PARTE 2

GIOCO DI INVESTIMENTO, CON INDICAZIONE DEL LIVELLO DI ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA SUPERIORE DELL'ALTRO GIOCATORE

Ti chiedo ora di partecipare ad un semplice gioco di investimento.

Il gioco consiste nel decidere quanti soldi affidare ad un altro giocatore sapendo che questo li userà in un investimento che renderà certamente tre volte quanto sarà investito. Ad esempio se deciderai di investire €100, sicuramente il rendimento sarà pari a €300.

Questo secondo giocatore potrà decidere di tenersi una parte di questo investimento e di restituire a te il resto, tu però non hai modo di sapere come si comporterà prima di decidere quanto investire.

Riceverai una sola informazione su questo secondo giocatore, che riguarda il suo punteggio relativo (migliore, uguale o peggiore al tuo) nel breve questionario sugli

scenari finanziari fatto anche da te in precedenza. Dovrai poi decidere quanto denaro investire con questo giocatore.

L'altro giocatore ha ottenuto un punteggio nel quiz che è **superiore** al tuo.

Immagina ora di avere €1'000 a tua disposizione e di volerli affidare a questo secondo giocatore. Ricorda che il denaro che gli affiderai **triplicherà** nel corso del periodo di investimento **ma sarà lui a decidere quanto restituirti**, alla fine del periodo di investimento.

Per favore scrivi la cifra che desideri investire nello spazio qui sotto (senza ripetere il simbolo €).

GIOCO DI INVESTIMENTO, SENZA INDICAZIONE DEL LIVELLO DI ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA DELL'ALTRO GIOCATORE

Ti chiedo ora di partecipare ad un semplice gioco di investimento.

Il gioco consiste nel decidere quanti soldi affidare ad un altro giocatore sapendo che questo li userà in un investimento che renderà certamente 3 volte quanto sarà investito. Ad esempio se deciderai di investire €100, sicuramente il rendimento sarà pari a €300.

Questo secondo giocatore potrà decidere di tenersi una parte di questo rendimento e di restituire a te il resto, tu però non hai modo di sapere come si comporterà prima di decidere quanto investire.

Non riceverai alcuna informazione su questo secondo giocatore prima di decidere quanto denaro affidargli per l'investimento.

Immagina ora di avere €1'000 a tua disposizione e di volerli affidare a questo secondo giocatore. Ricorda che il denaro che gli affiderai **triplicherà** nel corso del periodo di

investimento ma **sarà lui a decidere quanto restituirti**, alla fine del periodo di investimento.

Per favore scrivi la cifra che desideri investire nello spazio qui sotto (senza ripetere il simbolo €).

GIOCO DI INVESTIMENTO, CON INDICAZIONE DEL LIVELLO DI ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA INFERIORE DELL'ALTRO GIOCATORE

Ti chiedo ora di partecipare ad un semplice gioco di investimento.

Questo consiste nel decidere quanti soldi affidare ad un altro giocatore sapendo che questo li userà in un investimento che renderà certamente tre volte quanto sarà investito. Ad esempio se deciderai di investire €100, sicuramente il rendimento sarà pari a €300.

Questo secondo giocatore potrà decidere di tenersi una parte di questo rendimento e di restituire a te il resto, tu però non hai modo di sapere come si comporterà prima di decidere quanto investire.

Riceverai una sola informazione su questo secondo giocatore, che riguarda il suo punteggio relativo (migliore, uguale o peggiore al tuo) nel breve questionario sugli scenari finanziari fatto anche da te in precedenza. Dovrai poi decidere quanto denaro investire con questo giocatore.

L'altro giocatore ha ottenuto un punteggio nel quiz che è **inferiore** al tuo.

Immagina ora di avere €1'000 a tua disposizione e di volerli affidare a questo secondo giocatore. Ricorda che il denaro che gli affiderai **triplicherà** nel corso del periodo di investimento ma **sarà lui a decidere quanto restituirti**, alla fine del periodo di investimento.

Per favore scrivi la cifra che desideri investire nello spazio qui sotto (senza ripetere il simbolo €)

PARTE 3

SITUAZIONE SOCIO-DEMOGRAFICA

Grazie! l'esperimento è quasi concluso!

Prima di sapere quanto ti è stato restituito, ti chiedo ora di rispondere a queste semplici domande legate alla tua situazione socio-demografica. Non ti verrà mai chiesto di inserire caratteristiche riconoscibili e, come per il resto di questo esperimento, i dati saranno trattati in forma rigorosamente anonima e con il solo scopo di facilitare le analisi statistiche sui dati raccolti.

Indica il tuo genere

- Maschio
- Femmina

Indica la fascia d'età a cui appartieni

- Meno di 25 anni
- 25 - 40 anni
- 41 - 55 anni
- 56 - 70 anni
- Più di 70 anni

Indica il titolo di studio che possiedi

- Licenza media o inferiore
- Licenza superiore
- Laurea
- Master/Dottorato di ricerca

Indica la tua professione

- Operaio
- Impiegato in attività di ricerca scientifica
- Libero professionista
- Pensionato
- Imprenditore/Dirigente
- Impiegato/Dipendente
- Casalinga/o
- Studente
- Altro

Qual è la tua fascia di reddito (considerando il compenso lordo) ?

- Meno di 15,000€
- 15,000 - 30,000€
- 30,001 - 40,000€
- 40,001 - 50,000€
- Più di 50,000€

ESPERIENZA ECONOMICO - FINANZIARIA

Prima di concludere per favore rispondi anche a queste domande legate alla tua esperienza di economia e finanza. Come le precedenti, non contengono riferimenti personali e serviranno solamente per migliorare l'analisi statistica dei dati raccolti.

Hai l'opportunità di acquistare un titolo con il quale puoi guadagnare €10'000 o, con uguale probabilità, perdere tutto il capitale impegnato. Quanto sei disposto a pagare al massimo per acquistare questo titolo?

- Meno di 5,000€
- Esattamente 5,000€
- Più di 5,000€

Hai mai frequentato un corso di elementi di base di economia e finanza?

- Sì
- No

Nella tua famiglia sei tu a prendere le decisioni per quanto riguarda spese, risparmio e investimento?

- Sì, principalmente io da sola/o
- Sì, insieme ad altri membri della mia famiglia
- No

Hai un conto corrente bancario o postale?

- Sì
- No

Hai mai fatto investimenti in titoli, obbligazioni o altri prodotti finanziari?

- Sì
- No

CONCLUSIONE E FEEDBACK SUL GIOCO DI INVESTIMENTO

L'altro giocatore ha deciso di restituirti la metà del risultato dell'investimento. Visto che gli avevi affidato una somma pari a €\${q://QID15/ChoiceTextEntryValue} e che l'investimento ha portato a un rendimento triplo rispetto a quanto investito, il risultato dell'investimento è €0 e il tuo guadagno dall'investimento è €0 .

A questo risultato si aggiunge ovviamente quanto ti eri tenuto all'inizio pari a €1000, per cui il tuo risultato finale è €1000 .

L'altro giocatore ha deciso di restituirti la metà del risultato dell'investimento. Visto che gli avevi affidato una somma pari a €\${q://QID17/ChoiceTextEntryValue} e che l'investimento ha portato a un rendimento triplo rispetto a quanto investito, il risultato dell'investimento è €0 e il tuo guadagno dall'investimento è €0 .

A questo risultato si aggiunge ovviamente quanto ti eri tenuto all'inizio pari a €1000, per cui il tuo risultato finale è €1000 .

L'altro giocatore ha deciso di restituirti la metà del risultato dell'investimento. Visto che gli avevi affidato una somma pari a €\${q://QID55/ChoiceTextEntryValue} e che

l'investimento ha portato a un rendimento triplo rispetto a quanto investito, il risultato dell'investimento è €0 e il tuo guadagno dall'investimento è €0 .

A questo risultato si aggiunge ovviamente quanto ti eri tenuto all'inizio pari a €1000, per cui il tuo risultato finale è €1000 .

Grazie mille per aver partecipato a questa indagine su fiducia e investimento finanziario!

Per favore ricordati di cliccare sul bottone >> prima di chiudere!

BIBLIOGRAFIA

Almenberg J. e Dreber A., 2012, "*Gender, Stock Market Participation and Financial Literacy*", SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, No. 737.

Argentin G., 2010, "*L'educazione finanziaria per i giovani*", Collana Quaderni dell'Osservatorio, n.5, Fondazione Cariplo.

Arrow K., 1972, "*Gifts and exchanges*", *Philosophy and public Affairs*, pp. 343-362.

Banca d'Italia, "*La ricchezza delle famiglie italiane*", 12 dicembre 2013 n. 65.

Banca d'Italia, "*Il risparmio e la ricchezza delle famiglie italiane durante la crisi*", Febbraio 2013, N. 148.

Bayer P.J., Bernheim B.D. e Scholz J.K., 1996, "*The effects of financial education in the workplace: evidence from a survey of employers*", Nber Working Paper Series, No. 5655.

Berg J., Dickhaut J. e McCabe K., 1995, "*Trust, Reciprocity, and Social History*", *Games and Economic Behavior*, pp. 122-142.

Bernheim B.D., Garrett D.M. e Maki D.M., 1997, "*Education and saving: the long-term effects of high school financial curriculum mandates*", Nber Working Paper Series, No. 6085.

Bernheim B.D. e Garrett D.M., 2001, "*The effects of financial education in the workplace: evidence from a survey of households*", *Journal of Public Economics* 87, pp. 1487-1519.

Bolton P., Freixas X. e Shapiro J., 2007, "*Conflicts of interest, information provision, and competition in the financial services industry*", *Journal of Financial Economics*, No.85, pp. 297-330.

Bourdieu P., 1986, "*The forms of capital*", *Handbook of theory and research for the sociology of education*, pp. 241-258.

Bucks B. e Pence K., 2006, *"Do Homeowners know their house values and mortgage terms?"*, Federal Reserve Board of Governors, www.federalreserve.gov.

Calcagno R. e Monticone C., 2013, *"Financial literacy and the demand for financial advice"*, www.papers.ssrn.com

Campbell J.Y., 2006, *"Household finance"*, The Journal of Finance, Vol. LXI, No.4.

Castrovilli E., 2001, *"Educazione finanziaria a scuola: per una cittadinanza consapevole"*, Guerini e Associati, Milano.

Chen H. e Volpe R.P., 1998, *"An analysis of personal financial literacy among college students"*, Financial Services Review, 7 (2), pp. 107-128.

Clark R.L., D'Ambrosio M.B., Mcdermed A. e Sawant K., 2003, *"Financial education and retirement savings"*, www.federalreserve.gov.

Coleman J.S., 1988a, *"Social capital in the creation of human capital"*, The American Journal of Sociology, Vol. 94.

Commission of the European Communities, 18/12/2007, *"Communication from the commission financial education"*, COM 808 Final.

Consob, 2009, *"Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria"*, Quaderni di Finanza, n.64.

Consorzio PattiChiari in collaborazione con the European House-Ambrosetti, 2008, *"L'educazione finanziaria in Italia: la prima misurazione del livello di cultura finanziaria degli italiani"*.

Consorzio PattiChiari in collaborazione con The European House-Ambrosetti, 2007, *"L'educazione finanziaria in Italia: lo stato dell'arte e possibili linee d'azione"*.

Dasgupta P., 2003, *"Social Capital and Economic Performance: Analytics"*, Foundations of Social Capital. Critical Studies in Economic Institutions, 2, pp. 309-339.

Douglass C. North, 2006, *"Capire il processo di cambiamento economico"*, Il Mulino, Bologna.

Farsagli S. e Traclò F., 2011, *"Le esperienze di educazione finanziaria. Indagine sulla realtà italiana nel contesto internazionale."*, Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio Pattichiari.

Farsagli S., 2012, *"Le esperienze di cittadinanza economica: indagine sulla realtà italiana nel contesto internazionale"*, Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio Pattichiari e del MIUR.

Financial Literacy and Education Commission, 2011, *"Promoting Financial Success in the United States: National Strategy for Financial Literacy 2011"*, www.Mymoney.gov.

FINRA, settembre 2013, *"Insights: Financial Capability"*, di Lusardi A.

FINRA Investor Education Foundation, 2009, *"Financial Capability in the United States; national survey-executive summary"*.

Franzosini G. e Franzosini S., 2010, *"Finanza comportamentale: psicologia delle scelte"*, libreriauniversitaria.it edizioni, Padova.

FSA, 2006, *"Financial Capability in the UK: establishing a baseline"*. www.fsa.gov.uk/financial_capability.

FSA, *"Building financial capability in the UK"*, www.fsa.gov.uk.

Gambetta D., 1998, *"Can we trust trust?"*, Trust: Making and breaking cooperative relations, pp. 213-237.

Georgarakos D. e Inderst R., 2011, *"Financial advice and stock market participation"*, Working Paper Series, No. 1296.

Georgarakos D. e Pasini G., 2011, *"Trust, sociability, and stock market participation"*, Review of Finance, No. 15, pp. 693-725.

Gerhardt R. e Hackethal A., 2009, *"The influence of financial advisors on household portfolios: a study on private investors switching to financial advice"*.

Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2004, *"The role of social capital in financial development"*, The American Economic Review 94(3), pp. 526-556.

- Guiso L. e Jappelli T., 2005, *"Awareness and Stock Market Participation"* Review of Finance No. 9, pp. 537-567.
- Guiso L. e Jappelli T., 2005, *"Information acquisition, overconfidence and portfolio performance"*, London, UK; CEPR Discussion Paper, No. 5901.
- Guiso L., Sapienza P., Zingales L., 2006, *"Does culture affect economic outcomes?"*, NBER Working Paper Series, No. 11999.
- Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2007, *"Cultural biases in economic exchange?"*, Working Paper, European University Institute.
- Guiso L., Sapienza P. e Zingales L., 2008, *"Trusting the Stock Market"*, The Journal of Finance, Vol. LXIII, No. 6, pp. 2557-2600.
- Guiso L., Sapienza P., Zingales L., 2009, *"Cultural biases in economic exchange?"*, The Quarterly Journal of Economics, pp. 1095-1131.
- Guiso L. e Jappelli T., 2009, *"Financial literacy and Portfolio diversification"*, Centre for Studies in Economics and Finance, Working Paper, No. 212.
- Hackethel A., Haliassos M. e Jappelli T., 2012, *"Financial advisors: a case of babysitters?"*, Journal of Banking & Finance, No. 36, pp. 506-524.
- Hong H., Kubik J., e Stein J.C., 2004, *"Social Interaction and Stock-Market Participation"*, The Journal of Finance, Vol. LIX, No.1., pp. 137-163.
- Huberman G., 2001, *"Familiarity Breeds Investment"*, Review of Financial Studies, No.14, pp. 659-680.
- Hung A.A., Parker A.M. e Yoong J.K., September 2009, *"Defining and measuring Financial Literacy"*, Working Paper, Rand Corporation, Labor and Population.
- Inderst R. e Ottaviani M., 2009, *"Misselling through agents"*, American Economic Review, Vol. 99, N. 3, pp. 883-908.
- Intesa Sanpaolo in collaborazione con il Centro Einaudi e Doxa, *"Indagine sul risparmio e scelte finanziarie degli italiani"* edizione del 2011.

Intesa Sanpaolo in collaborazione con il Centro Einaudi, *"Indagine sul risparmio e scelte finanziarie degli italiani: risparmiatori e risparmiatrici, primi segnali di fiducia"* edizione del 2013.

Jappelli T., 2010, *"Financial literacy: An international Comparison"*, Netspar Discussion Papers, No.64.

Jeske K., 2001, *"Equity home Bias: Can Information Cost Explain the Puzzle?"*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review.

Kahneman D. e Tversky A., March 1979, *"Prospect Theory: an analysis of decision under risk"*, *Econometria*, Vol. 47, No. 2, pp. 263-292.

Kahneman D. e Tversky A., 1984, *"Choice, Values and Frames"*, American Psychological Association, Vol. 39 (4), pp. 341-350.

Kahneman D. e Riepe M.W., 1998, *"Aspects of investors Psychology"*, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 24, N.4.

Karabulut Y., 2010, *"Financial Advice: an improvement for Worse?"*, www.econstor.eu

King R. Ronald, 2002, *"An Experimental investigation of Self-Serving Biases in an Auditing Trust Game: The effect of Group Affiliation"*, *The Accounting Review*, Vol. 77, No.2, pp. 265-284.

Knack S., Keefer P., 1997, *"Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation"*, *The Quarterly Journal of Economics*, 112(4), pp. 1251-1288.

Kramer M. e Lensink R., 2012, *"The impact of financial advisors on the stock portfolios of retail investors"*, <http://papers.ssrn.com>

Krautz M. e Paroush J., 2002, *"Financial advising in the presence of conflict of interest"*, *Journal of Economics & Business*, No. 54, pp. 55-71.

Kruskal W.H., e Wallis W.A., 1952, *"Use of ranks in one-criterion variance analysis"*, *Journal of the*

American Statistical Association, 47 (260), pp. 583–621.

- Legrenzi P., 2006, *"Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento"*, Il Sole 24 ore, Milano.
- Legrenzi P., 2013, *"Perché gestiamo male i nostri risparmi"*, Il Mulino, Bologna.
- Legrenzi P., 2012, *"I soldi in testa"*, Editori Laterza, Roma.
- Liera M., 2010, *"Finanza personale: le 10 decisioni chiave per pianificare le finanze di famiglia senza contare sull'aiuto dello Stato"*, Gruppo24ore, Milano.
- Lusardi A., 2006, *"Saving and the effectiveness of financial education"*, Pension Research Council Working Paper, www.dartmouth.edu.
- Lusardi A. e Mitchell O.S., 2006, *"Financial literacy and planning: implications for retirement wellbeing"*, www.dartmouth.edu.
- Lusardi A. e Mitchell O.S., 2007, *"Financial literacy and retirement planning: new evidence from the rand American life panel"*, Michigan Retirement Research Centre Working Paper.
- Lusardi A. e Mitchell O.S., 2007, *"Financial literacy and retirement preparedness: evidence and implications for financial education"*, Business Economics, Vol. 42(1), pp. 35-44.
- Lusardi A. e Mitchell O.S., 2007, *"Baby Boomer retirement security: the roles of planning, financial literacy, and housing wealth"*, Journal of Monetary Economics 54, pp. 205-224.
- Lusardi A. e Tufano P., 2008, *"Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness"*, Nber Working Paper Series, No. 14808.
- Lusardi A., 2008, *"Household saving behavior: the role of financial literacy, information and financial education programs"*, Nber Working Papers, No. 13824.
- Lusardi A., 2008, *"Financial Literacy: an essential tool for informed consumer choice?"* NBER Working Paper, No. 14084.
- Lusardi A, Mitchell O.S. e Curto V, 2009, *"Financial literacy among the young: Evidence and implications for consumer policy"*, Nber Working Paper Series, No. 15352.

- Lusardi A., 2010, *"Come insegnare l'ABC della finanza"*, La Voce.info.
- Lusardi A. e Mitchell O.S., 2011, *"Financial Literacy around the world: an overview"*, Journal of Pension Economics and Finance, Vol. 10(04), pp. 497-508.
- Mandell L. e Klein L.S., 2009, *"The impact of Financial Literacy Education on Subsequent Financial Behavior"*, Journal of Financial Counseling and Planning, Vol. 20, pp. 15-24.
- Monticone C., 2010, *"Financial literacy, trust and financial advice"*, www.sde.unito.it
- Monticone C., 2011, *"Financial literacy and the demand for financial literacy"*, www.papers.ssrn.com
- OECD, 2005, *"Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness"*. www.oecd.org.
- OECD, 2008, *"Recommendation on Good Practices for Enhanced Risk Awareness and Education on Insurance Issues"*, www.oecd.org.
- OECD, 2009, *"Framework for the development of financial literacy baseline survey: a first international comparative analysis"*, Working Papers on Finance, No. 1.
- OECD, 2011, *"Guidelines on Financial Education at School: and guidance on learning framework"*, www.oecd.org
- OECD , 2011, *"Measuring financial literacy: Questionnaire and Guidance Notes for Conducting an Internationally Comparable Survey of Financial Literacy"*.
- OECD 2012, *"Measuring Financial Literacy"*, Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 15.
- Onado M., 2009, *"I nodi al pettine: la crisi finanziaria e le regole non scritte"*, Editori Laterza, Roma.
- Paracampo M.T.,2011, *"Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario"*, Rivista di Diritto Bancario, dirittobancario.it
- Princeton Survey Research Associates International, 2008, *"2008 Financial Literacy Survey"*.

- Putnam R., 1993, *"Making Democracy Work"*, Princeton University Press.
- Rostila M., 2007, *"Social capital and health in European welfare regimes: a multilevel approach"*, Journal of European Social Policy 17(3), pp. 223-239.
- Rigoni U., 2006, *"Finanza comportamentale e gestione del risparmio"*, Giappichelli, Torino.
- Servon L.J. e Kaestner R., 2008, *"Consumer financial literacy and the impact of online banking on the financial behavior of lower-income bank customers"*, The Journal of Consumer Affairs, Vol. 42, No.2.
- Slovin P., 1999, *"Trust, emotion, sex, politics, and science: Surveying the risk-assessment battlefield"*, Risk analysis 19.4, pp. 689-701.
- The World Bank, Giugno 2012, *"Good Practices for Financial Consumer Protection"*.
- Trifilidis M. e Chionsini G., 2010, *"Educazione finanziaria: l'utilità di una strategia unitaria"*, Banche e Banchieri, No. 5, pp. 360-374.
- Trifilidis M., 2009, *"L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale"*, Consumatori, Diritti e Mercato, N.2.
- Van Rooij M., Lusardi A. e Alessie R., 2007, *"Financial literacy and stock market participation"*, Nber Working Paper, No. 13565.
- Van Rooij M., Lusardi A. e Alessie R., 2011, *"Financial literacy, retirement planning, and household wealth"*, DNB Working Paper, No. 313.
- Vissing-Jorgensen A., 2004, *"Perspectives on behavioral finance: Does irrationality disappear with wealth? Evidence from expectations and action"*, Nber Macroeconomics Annual 2003, Vol. 18, pp. 139-208.
- Wilcoxon F., 1945, *"Individual comparisons by ranking methods"*, Biometrics Bulletin, Vol.1, No.6, pp. 80-83.
- Zak P.J., Knack S., 2001, *"Trust and growth"*, The Economic Journal 111 (470), pp. 295-321.

Zia b. e Xu L., 2012, "*Financial Literacy around the world: an Overview of the evidence with practical suggestions for the way forward*", The world Bank, Policy Research Working Paper, No. 6107.

SITOGRAFIA

web.worldbank.org

www.dartmouth.edu

www.federalreserveeducation.org

www.fsa.gov.uk

www.istat.it

www.jumpstart.org

www.Mymoney.gov

www.osservatorionline.it

www.oecd.org

www.pattichiari.it