

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Scelte di investimento delle famiglie italiane: un'analisi empirica

Prof. Gianluca Mattarocci

RELATORE

Pierpaolo Luchetti - Matr. 218691

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

Alla mia famiglia

INTRODUZIONE.....	p. 2
CAPITOLO I: LA FINANZA COMPORTAMENTALE	
1.1 Introduzione.....	p. 5
1.2 Efficienza dei mercati.....	p. 6
1.3 Errori di valutazione ed errori cognitivi.....	p. 13
1.4 Le preferenze.....	p. 17
1.5 Le decisioni e le euristiche.....	p. 21
1.6 Conclusioni.....	p. 25
CAPITOLO II: NUNGING E INVESTIMENTI CONSAPEVOLI	
2.1 Introduzione.....	p. 26
2.2 Il processo di debiasing.....	p. 27
2.3 Educazione finanziaria.....	p. 30
2.4 Interventi da parte dell’Autorità.....	p. 33
2.4.1 Direttiva MiFID.....	p. 34
2.5 Nudge, la spinta gentile.....	p. 38
2.6 Conclusioni.....	p. 43
CAPITOLO III: INDAGINE EMPIRICA SULLE SCELTE D’INVESTIMENTO DELLE FAMIGLIE ITALIANE	
3.1 Introduzione.....	p. 44
3.2 Attitudini individuali.....	p. 45
3.3 Competenze finanziarie	p. 49
3.4 La consulenza.....	p. 54
3.5 Financial control.....	p. 58
3.6 Risparmio e investimenti.....	p. 61
3.7 Conclusioni.....	p. 63
CONCLUSIONI.....	p. 65

INTRODUZIONE

Le scelte sono un aspetto fondamentale nella vita di un uomo; costantemente, quest'ultimo deve assumere delle decisioni. Ciò vale anche in ambito finanziario, dove l'individuo è costretto a compiere determinate scelte, quali, ad esempio, se intraprendere un investimento a lungo o a breve termine, se investire in un determinato titolo oppure in un altro, se perseguire la realizzazione di un portafoglio ad alto o a basso rischio, o decidere il momento in cui disinvestire. L'investitore *retail* è chiamato, dunque, a intraprendere continuamente decisioni, talvolta, estremamente importanti per il proprio futuro.

Troppo spesso, tuttavia, è emerso come le scelte vengano intraprese con un'apparente superficialità e leggerezza; allo sguardo di un soggetto esterno, esse sembrerebbero inadeguate. La motivazione di questa apparente leggerezza, però, risiede nel fatto che l'uomo è caratterizzato da una forte irrazionalità, intrinseca nella propria natura.

Per troppo tempo, si è dato per scontato che l'uomo fosse pienamente razionale e in grado di massimizzare, in qualsiasi situazione, la sua funzione di utilità, che fosse in grado di comprendere tutte le informazioni in proprio possesso e capace di riconoscere, in ogni circostanza, l'alternativa migliore tra quelle possibili.

In realtà, grazie all'avvento della c.d. finanza comportamentale, si è dimostrato che l'uomo, nel prendere decisioni, si avvale di scorciatoie mentali che lo conducono ad una soluzione nel modo più rapido e meno faticoso. Ciò, tuttavia, comporta che nella maggior parte dei casi alla scelta intrapresa non corrisponda la soluzione migliore per le proprie esigenze.

Gli individui, poi, sarebbero costantemente influenzati da fattori come le emozioni, gli istinti, le percezioni, tutti capaci di condizionare fortemente le proprie decisioni. Da qui, nasce il rapporto tra l'economia da un lato e la psicologia e la sociologia dall'altro, nel quale queste ultime accorrono per colmare le lacune, alle quali l'economia classica non ha fornito risposte esaustive.

Il seguente elaborato ha il fine di indagare e di approfondire il comportamento degli investitori *retail*, cercando di comprendere il modo in cui quest'ultimi assumono decisioni, nonché di cogliere quali possano essere gli interventi in grado di permettere il raggiungimento di soluzioni ottimali, in base alle esigenze di ciascun investitore.

L'analisi porrà un attento sguardo alla realtà e indagherà su come gli aspetti teorici, presenti nei primi capitoli dell'elaborato, si traducano nella vita reale e, in particolare, nella quotidianità finanziaria di ciascun investitore *retail*, cercando di comprendere, al tempo stesso, eventuali cause che hanno condotto, nei vari anni, ad una variazione delle scelte di investimento delle famiglie italiane.

Si partirà, *in primis*, dal descrivere il contesto in cui gli investitori *retail* sono chiamati a compiere le proprie scelte, in particolare i mercati efficienti. Successivamente, si indagheranno gli aspetti psicologici comuni agli individui e che costituiscono la base del comportamento umano nel mondo finanziario; per fare ciò, ci si avvarrà della c.d. finanza comportamentale. In particolare, nell'indagare il comportamento degli investitori, si analizzerà il processo valutativo, prima fase per poter intraprendere una decisione; le preferenze degli individui, aspetto fondamentale che guida le scelte dell'individuo per tutta la vita, intendendo per tali cosa è insito nella personalità di ognuno e se l'uomo è propenso, ad esempio, ad assumere maggiore o minore rischio o se risulta essere maggiormente avverso alle perdite rispetto ad un altro soggetto; le decisioni finali che gli individui intraprendendo e, in particolar modo, le euristiche, scorciatoie utilizzate dalla mente per giungere ad una soluzione soddisfacente, attuando meno sforzo possibile.

Nel secondo capitolo, invece, si cercherà di indagare soluzioni, che consentano all'individuo di comprendere e discostarsi dagli errori cognitivi, compiuti spesso inconsapevolmente, nel momento in cui egli assume una decisione, sì da permettergli di giungere a scelte più razionali e maggiormente coerenti con le proprie necessità.

Dapprima, si farà riferimento al processo di *debiasing*, la cui utilità è attualmente fonte di acceso dibattito. Esso ha il fine di eliminare quei *bias* comportamentali che caratterizzano l'uomo. Si proseguirà, quindi, facendo riferimento all'educazione finanziaria e si cercherà di comprendere possibili collegamenti tra quest'ultima e gli errori cognitivi compiuti dall'uomo con il fine di rendere maggiormente consapevoli gli individui circa gli investimenti da intraprendere. Verrà posta l'attenzione sugli interventi perseguiti dalle Autorità competenti, finalizzati a ridurre gli impatti negativi che gli errori comportamentali determinano. Tali interventi, infatti, nascono con lo scopo di tutelare maggiormente l'individuo nell'approccio al mercato finanziario. Infine, verrà fatto un cenno alla tecnica

del *nudge*, ottimo strumento per condurre gli individui, verso la soluzione ottimale per le proprie necessità, senza ledere la libertà di scelta.

Il terzo e ultimo capitolo sarà costituito da un'indagine empirica sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, per cercare di comprendere come eventuali euristiche ed errori cognitivi possano riflettersi sulle scelte concrete degli individui. L'indagine empirica, inoltre, indagherà i cambiamenti che si sono verificati nel corso degli anni in tema di scelte finanziarie delle famiglie in Italia e si cercherà di comprendere eventuali cause e motivazioni che li hanno determinati. Gli aspetti su cui si focalizzerà l'attenzione saranno le attitudini individuali degli investitori *retail*, in particolare l'avversione al rischio e la propensione alla contabilità mentale. Si cercherà, inoltre, di comprendere se si sia verificato un cambiamento con riguardo alle conoscenze delle famiglie italiane in ambito finanziario per comprendere se tale incremento possa avere influito sulle scelte, più o meno efficienti, intraprese dagli individui. Fondamentale, poi, risulta l'indagine sul rapporto tra investitore e consulenza, che negli ultimi anni sta registrando un mutamento; si cercherà, sul punto, di comprendere l'evoluzione nel tempo e quali siano i fattori che spingono o allontanano l'individuo dal servizio di consulenza. L'attenzione sarà, poi, posta sul *financial control*, che spiega come le famiglie gestiscono le proprie entrate, monitorano le relative uscite e gli investimenti intrapresi; esso è un aspetto fondamentale per intraprendere investimenti coerenti con le proprie esigenze. Si concluderà, poi, analizzando l'evoluzione che, nell'ultimo ventennio, ha subito da un lato il risparmio delle famiglie italiane, il quale ha registrato una variazione significativa, dall'altro gli investimenti intrapresi e i fattori che spingono gli individui a possedere, nel proprio portafoglio, un'attività finanziaria piuttosto che un'altra.

Capitolo I: La finanza comportamentale

1.1 Introduzione

In questo capitolo, sarà analizzato il comportamento degli attori del mercato finanziario. L'agire degli individui è caratterizzato da errori cognitivi, commessi con una certa frequenza e al verificarsi di determinate condizioni. Tali errori hanno delle conseguenze più o meno gravi nella gestione del proprio portafoglio o, più in generale, in termini finanziari.

L'obiettivo del capitolo è analizzare il percorso che porta gli individui a prendere decisioni e cercare di capirne le relative implicazioni. Verrà fatto un cenno alla psicologia, con il fine di comprendere in maniera maggiormente approfondita quale sia il motivo per il quale la razionalità, che dovrebbe governare le scelte di un individuo, come affermato dalle scienze economiche, sembrerebbe in taluni casi venire meno.

In primis, sarà introdotto il concetto dei mercati efficienti, al fine di contestualizzare l'ambiente in cui gli individui operano ed effettuano le proprie scelte.

Successivamente, verrà analizzato il processo decisionale seguito da ogni individuo per effettuare una scelta, il quale può essere suddiviso in tre principali fasi: la valutazione, la quale rappresenta la base delle scelte che un individuo assume; le preferenze, che si differenziano da soggetto a soggetto ma che presentano alcuni aspetti sistematici comuni che saranno analizzati nel corso del capitolo; le decisioni, che possono condurre a conseguenze più o meno positive e che costituiscono l'atto conclusivo con cui un soggetto esprime le proprie preferenze e le proprie valutazioni.

1.2 Efficienza dei mercati

La teoria classica finanziaria ritiene che gli individui operino in mercati efficienti.

Un contributo fondamentale alla teorizzazione dei mercati efficienti è stato apportato, nel 1965, da Paul Samuelson¹ e successivamente, nel 1970, da Eugene Fama².

Secondo la cosiddetta *Efficient Market Hypothesis* (EMH), un mercato risulta essere efficiente quando il prezzo delle azioni riflette in modo tempestivo e sistematicamente non distorto tutte le informazioni reperibili sul mercato.

Il concetto di efficienza, dunque, si basa sulla tempestività e sulla corretta variazione del prezzo dell'azione, in base a determinate informazioni.

Ciò comporta l'esistenza di tre differenti gradi in cui l'efficienza del mercato dei titoli può presentarsi: "debole", "semi-forte" e "forte".

L'efficienza in forma debole si verifica quando, analizzando i prezzi delle azioni del passato, non è in alcun modo possibile riuscire a determinare eventuali prezzi futuri; l'andamento è puramente casuale. Secondo questo postulato, la realizzazione di extra-profitti, tramite l'analisi di serie passate dei prezzi, risulta essere impossibile.

È fondamentale fare riferimento allo studio apportato da Maurice Kendall³ nel 1953; questi, infatti, studiò l'andamento dei prezzi azionari con la finalità di dimostrare l'eventuale presenza di cicli regolari. In merito a ciò, egli affermò: "*The series looks like a "wandering" one, almost as if once a week the Demon of Chance drew a random number from a symmetrical population of fixed dispersion and added it to the current price to determinate the next week's price*"⁴.

Sulla base degli studi effettuati, Kendall poté affermare che i prezzi azionari non seguono alcuno schema; non risultano essere caratterizzati da specifici cicli che si ripetono nel corso degli anni, anzi, le loro variazioni risultano essere del tutto imprevedibili e completamente indipendenti tra di loro.

¹ Paul Samuelson è stato un economista statunitense, nel 1970 ha vinto il premio Nobel per l'economia.

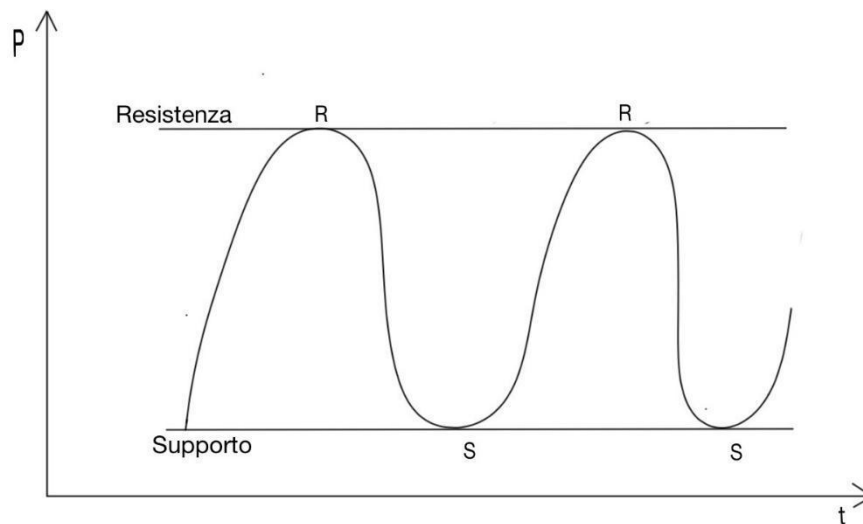
² L'economista Eugene Fama è risultato vincitore del premio Nobel per l'economia nel 2013.

³ v., Kendall M.G. (1953) "The Analysis of Economic Time-Series-Part I. Prices", in *Journal of the Royal Statistical Society*, n. 96, pp. 11-34.

⁴ Cfr. Kendall M.G. (1953) "The Analysis of Economic Time-Series-Part I. Prices", in *Journal of the Royal Statistical Society*, n. 96, p. 13.

Il comportamento dei prezzi è caratterizzato dal cosiddetto fenomeno del *random walk*.⁵ In ambito finanziario, l'espressione è utilizzata per indicare che l'andamento del prezzo azionario presenta uguali probabilità future di aumentare o di ridurre. In questo caso, dunque, la realizzazione di extra-profitti risulta essere assente laddove ci si basi sull'analisi dei prezzi passati. Infatti, anche nel caso in cui un investitore, nell'analizzare i prezzi passati di un titolo azionario, riuscisse a scoprire un andamento ciclico che si ripeta nel corso degli anni con una certa costanza, non avrebbe ugualmente la possibilità di effettuare rendimenti sistematicamente più alti di quelli di equilibrio.

Figura 1.1 – Andamento ciclico del prezzo di un'azione



Dati elaborati dall'autore

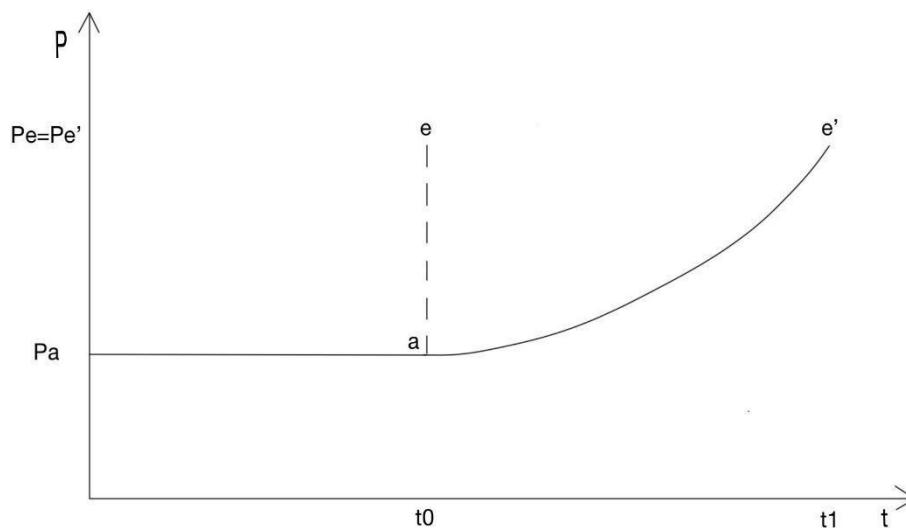
Facendo, dunque, riferimento a questo caso, del tutto ipotetico, nel momento in cui più investitori scoprissero il *trend* del titolo, non sarebbero più disposti ad acquistarlo al prezzo del punto R ma lo domanderebbero ad un prezzo più basso. Al tempo stesso, se tutti iniziassero a comprare il titolo nel punto S, vale a dire al prezzo più basso, la domanda, in quell'istante di tempo, aumenterebbe e conseguentemente anche il prezzo. Tale processo comporterebbe l'eliminazione dell'andamento ciclico del titolo e l'eliminazione della possibilità di ottenere, dall'analisi dei prezzi passati, rendimenti sistematicamente maggiori rispetto al mercato.

⁵ Il concetto del *random walk* è stato introdotto per la prima volta da Karl Pearson nel 1905.

Il caso appena esaminato, dimostra, quindi, come l'andamento dei prezzi del passato risulti inutile per poter prevedere i prezzi futuri.

L'efficienza in forma semi-forte si ha invece quando i prezzi riflettono non solo quanto visto prima ma, tempestivamente, anche ogni tipo di informazione pubblica, sì da rendere impossibile la realizzazione di extra-profitti, anche tramite l'utilizzo di tali ultime informazioni. I prezzi, quindi, si adeguerebbero istantaneamente alla pubblicazione della notizia.

Figura 1.2 – Reazione dei prezzi azionari a seguito di pubblicazione di notizia



Dati elaborati dall'autore

A seguito di un annuncio positivo da parte di una società, il prezzo delle azioni, in condizioni di efficienza in forma semi-forte, dovrebbe riflettere istantaneamente le nuove informazioni e posizionarsi sul nuovo punto di equilibrio “e”. Il prezzo prima dell'annuncio, al tempo “ t_0 ”, è uguale a “ P_a ”; mentre, al tempo “ $t_0 + \varepsilon$ ”⁶ – a seguito della notizia resa pubblica – è uguale a “ P_e ”. Tale nuovo punto di equilibrio impedirebbe situazioni di arbitraggio, che, invece, non potrebbero essere evitate laddove il mercato non fosse efficiente e riflettesse in maniera lenta le informazioni. Soltanto al tempo “ t_1 ”, il prezzo raggiungerebbe la situazione di equilibrio e determinerebbe un guadagno certo per coloro che acquistassero il titolo nell'intervallo di tempo tra “ $t_0 + \varepsilon$ ” e “ $t_1 - \varepsilon$ ”⁷.

⁶ ε è un numero estremamente piccolo, trascurabile nella rappresentazione grafica.

⁷ In questo intervallo temporale il prezzo dell'azione è più basso del suo valore di equilibrio “ P_e ”.

L'efficienza in forma forte, infine, si verifica nei casi in cui i prezzi dei titoli azionari riflettano sia le informazioni pubbliche sia quelle privilegiate, vale a dire non ancora pubblicate. Gli investitori, in tale ipotesi, non possono generare rendimenti sistematicamente maggiori rispetto a quelli di equilibrio, facendo ricorso alle informazioni pubbliche e riservate.

Da quanto appena esposto, dunque, si deduce che, attraverso l'utilizzo delle informazioni riservate, si possono ottenere extra-profitti laddove i prezzi del mercato non siano in grado di riflettere le stesse. Tale fenomeno è noto come *insider trading* ed è giuridicamente disciplinato dall'articolo 184 del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58 (Testo unico finanziario – TUF).

La norma prevede la reclusione da uno a sei anni e la multa da ventimila a tre milioni di euro per chiunque sfrutti informazioni privilegiate nei casi ivi previsti⁸.

Nel corso del tempo, si sono presentate molteplici “anomalie” che hanno portato a dubitare l'applicazione generale delle sovraesposte ipotesi e hanno messo in discussione la teoria dei mercati dei capitali efficienti.

È necessario fare riferimento, *in primis*, al c.d. “effetto gennaio”, fenomeno che contraddice lo studio di Maurice Kendall sull'andamento casuale dei prezzi.

⁸ Sul punto v., l'art. 184 del TUF, in base al quale “1. È punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;

b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'articolo 11 del regolamento (UE) n. 596/2014;

c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).

2. La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.

3. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

3-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numeri 2), 2-bis) e 2-ter), limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai numeri 2) e 2-bis) ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, o relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni, la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni”.

L'effetto gennaio, infatti, dimostra che i prezzi presentano un determinato *trend* che si ripete con una certa costanza; nel mese di gennaio, il prezzo delle azioni tende a salire. Tale fenomeno, tuttavia, negli ultimi anni risulta essersi attenuato in relazione alle grandi società, mentre per le piccole società continua a persistere.

Le cause che determinano l'effetto gennaio sono tutt'oggi molto dibattute; la tesi prevalente è quella in base alla quale gli investitori sarebbero spinti a vendere le azioni durante il mese di dicembre. Così facendo, verrebbero ridotte le imposte da pagare grazie alla deduzione delle perdite di capitale dall'imponibile fiscale. Il riacquisto a gennaio delle azioni, quindi, condurrebbe ad un aumento del prezzo dovuto, appunto, ad un incremento della domanda. Tuttavia, tale tesi trova un elemento di criticità nel fatto che l'effetto gennaio si verifica anche nei paesi in cui l'ordinamento fiscale prevede la deducibilità sia delle perdite realizzate sia di quelle potenziali. Tale disciplina non renderebbe, quindi, necessario vendere le azioni entro la fine dell'anno, con lo scopo di ottenere vantaggi fiscali⁹.

Un'ulteriore anomalia è rappresentata dall'"effetto piccole dimensioni", anche conosciuto come *small firm effect*; l'espressione deriva dal fatto che si registra, per le piccole imprese, un rendimento maggiore alla media, nei periodi di tempo molto lunghi. Sebbene tale fenomeno sia ancora presente, risulta essere scemato nel corso del tempo. Gli studiosi hanno cercato di trovare una motivazione che spiegasse esaurientemente tale effetto, facendo riferimento a molteplici caratteristiche che distinguono le imprese di piccole dimensioni da quelle più grandi, quali costo maggiore nel reperire informazioni, diversi obblighi fiscali, bassa liquidità¹⁰.

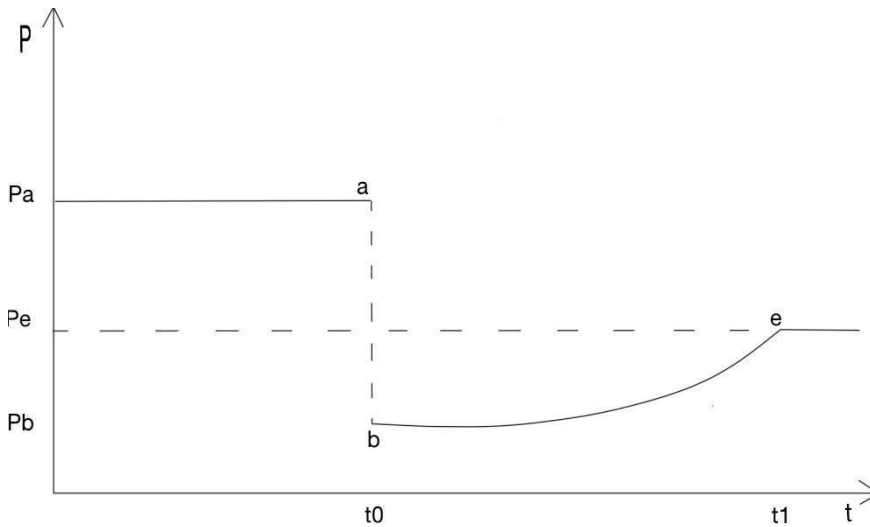
Una terza anomalia è stata rinvenuta nel fatto che – al contrario di quanto affermato dall'ipotesi di mercato efficiente in forma semi-forte – i prezzi azionari, a seguito di annunci, non sempre raggiungono istantaneamente il loro prezzo di equilibrio. Infatti, studi empirici hanno dimostrato come determinate notizie, soprattutto negative, conducano ad una variazione dei prezzi delle azioni ingiustificata, variazione maggiore rispetto al suo valore di equilibrio; solo con il passare dei giorni il prezzo delle azioni tornerebbe ad allinearsi al

⁹ Così, Mishkin F. S., Eakins S. G., Beacalli E. (2019), Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, Milano, Torino, p. 481.

¹⁰ v. Mishkin F. S., Eakins S. G., Beacalli E. (2019), Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, Milano, Torino, p. 481.

suo livello di equilibrio¹¹. Conseguenza cui questo fenomeno potrebbe condurre è rappresentata dall'ottenimento di rendimenti anomali.

Figura 1.3 – Eccessiva reattività dei prezzi azionari a seguito della pubblicazione di notizia negativa



Dati elaborati dall'autore

In “ t_0 ”, il prezzo dell’azione è pari a “ P_a ”; a seguito dell’annuncio in “ $t_0 + \varepsilon$ ”¹², il prezzo risulta essere “ P_b ”– più basso del suo prezzo di equilibrio. Soltanto con il passare del tempo, i prezzi si aggiusteranno fino ad arrivare, al tempo “ t_1 ”, al prezzo “ P_e ”, il quale riflette correttamente il valore. Chiunque acquista il titolo in esame, tra il tempo “ $t_0 + \varepsilon$ ” e “ $t_1 - \varepsilon$ ”, otterrà un rendimento anomalo. Il mercato avrebbe avuto quindi un’eccessiva reattività all’annuncio.

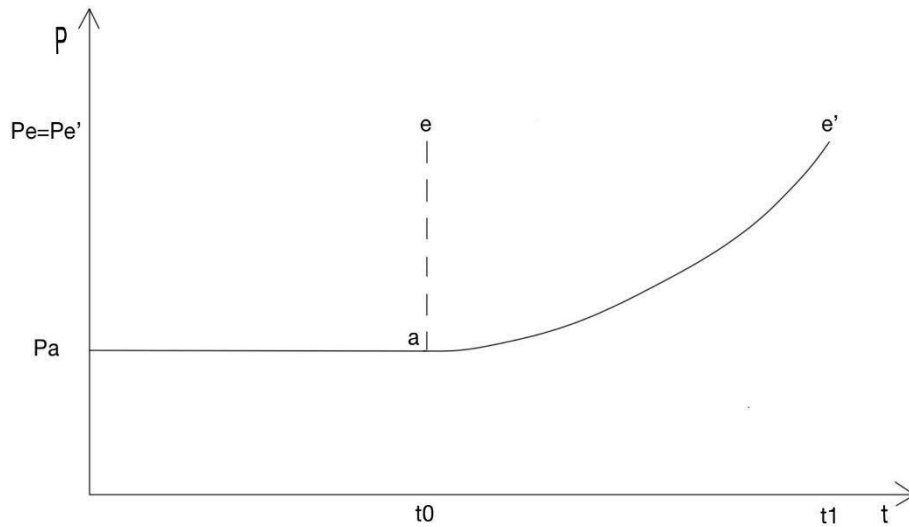
Al tempo stesso però, è stata dimostrata anche l’ipotesi opposta, vale a dire un’eccessiva lentezza del mercato. Questa si determina quando l’annuncio di notizie – siano esse positive che negative – non porti ad un adattamento istantaneo dei prezzi, ma sarà necessario il trascorrere di un certo periodo temporale, per far sì che i prezzi incorporino la notizia.¹³

¹¹ Cfr., De Bondt W.F.M., Thaler R., (1987) “Further Evidence on Investor Overreaction and StockMarket Seasonality”, in Journal of Finance, n.62, pp. 557-580.

¹² ε è un numero estremamente piccolo, trascurabile nella rappresentazione grafica.

¹³ Così, Mishkin F.S., Eakins S. G., Beccalli E. (2019), Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, Milano, Torino pp. 482-483.

Figura 1.4 – Reazione dei prezzi azionari a seguito di pubblicazione di notizia



Dati elaborati dall'autore

Il prezzo, a seguito dell'annuncio, non si stabilizzerà nel punto "e" ma saranno necessari diversi giorni affinché raggiunga l'equilibrio; il raggiungimento avverrà al tempo "t1" nel punto "e'"¹⁴.

Tale processo comporta la negazione della forma di efficienza semi-forte.

In entrambi i casi sopra esaminati, i prezzi non riflettono in maniera tempestiva le informazioni, contrariamente a quanto teorizzato da Fama nel 1970.

È doveroso precisare che le evidenze empiriche dimostrano come non è possibile ottenere dei rendimenti sistematicamente più alti rispetto a quelli di equilibrio per un periodo di tempo lungo. Le anomalie analizzate, quindi, non devono spingere a rifiutare l'ipotesi di mercato efficiente ma devono portare a considerare quest'ultima non perfetta.

È proprio in questa visione che si inserisce la finanza comportamentale, il cui fine non è quello di negare quanto sostenuto dalla teoria classica ma quello di offrire visioni differenti per comprendere al meglio i fenomeni finanziari.

¹⁴ Gli economisti De Bondt e Thaler, nel 1985, hanno approfondito il concetto di Underreaction e Overreaction nei mercati finanziari. Al riguardo vedi "Does the Stock Market Overreact?" in *The Journal of Finance*, n.3.

1.3 Errori di valutazione ed errori cognitivi

Gli attori del mercato finanziario non sempre coincidono con l'*homo oeconomicus*, vale a dire l'individuo caratterizzato da razionalità¹⁵ nelle proprie decisioni in ambito economico, e capace di massimizzare, sempre, la propria funzione di utilità nonché di fare le scelte migliori, in ogni tipo di circostanza in cui viene a trovarsi.

Infatti, nella vita quotidiana, l'individuo risulta effettuare delle scelte che non sempre coincidono con l'opzione migliore per la propria condizione e tenderebbe ad assumere decisioni, spesso, mosse da errori valutativi.

È possibile, dunque, evidenziare l'esistenza di diversi tipi di errori di valutazione ed errori cognitivi, che, come precedentemente affermato, costituiscono, con una certa costanza, la causa di decisioni non ottimali, assunte dal soggetto.

Tra queste, *in primis*, è necessario richiamare la c.d. "contabilità mentale". Nel 1984, lo psicologo Daniel Kahneman¹⁶, pubblicò, insieme al collega israeliano Amos Tversky¹⁷, il saggio intitolato *Choices, Values, and Frames*. Nel seguente studio, i due si sono occupati di indagare le determinanti psicofisiche e cognitive¹⁸ che influenzano le scelte degli individui in situazioni rischiose e non, con il fine di spiegare quelle anomalie che li accompagnano nelle decisioni.

Tale studio ha spinto i due psicologi ad effettuare un esperimento.

Questi, infatti, si sono avvalsi di un campione di 200 persone e hanno chiesto a ciascuna di esse se, avendo comprato un biglietto per il teatro al prezzo di 10\$ e accortisi di averlo smarrito solo al momento dell'arrivo a teatro, sarebbero stati disposti a comprarne un altro allo stesso prezzo. Soltanto il 46% degli individui ha affermato di essere disposto a spendere

¹⁵ "Per gli economisti, l'aggettivo ha un significato completamente diverso. L'unico test di razionalità non è se le credenze e le preferenze di una persona siano ragionevoli, ma se siano interamente coerenti. Una persona razionale crede nei fantasmi purché tutte le altre sue credenze siano compatibili con l'esistenza degli stessi", v. Kahneman D. (2017), "Pensieri lenti e veloci", Mondadori, Milano, p.555.

¹⁶ Lo psicologo Kahneman ha vinto, nel 2002, il premio Nobel per l'economia «per avere integrato risultati della ricerca psicologica nella scienza economica, specialmente in merito al giudizio umano e alla teoria delle decisioni in condizioni d'incertezza». Sul punto, vedi "The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel" 2002 in The Nobel Prize, consultabile sul sito <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2002/summary/>

¹⁷ Lo psicologo Tversky ha collaborato con Daniel Kahneman nello studio dell'euristiche, dei bias cognitivi e delle decisioni in condizione di rischio.

¹⁸ Cfr. Kahneman D., Tversky A. (1983), "Choices, Values and Frames" in American Psychologist, Vol.39, n.4 p. 341.

ulteriori 10\$ per comprare nuovamente il biglietto perduto.

Successivamente, gli psicologi hanno utilizzato un campione composto da 183 individui e hanno chiesto ad ognuno se, volendo andare a teatro con un costo del biglietto pari a 10\$, sarebbero stati ugualmente disposti ad acquistare il biglietto anche nel caso in cui si fossero resi conto all'arrivo a teatro di avere smarrito 10\$ dal proprio portafoglio. In questo caso, l'88% del campione ha affermato di essere disposto a comprare ugualmente il biglietto.

In questo secondo scenario, dunque, il doppio degli individui, rispetto al primo caso, ha dichiarato di voler comunque acquistare il biglietto per il teatro.

Analizzando le due situazioni, è possibile evidenziare come la spesa risulti pari a 20\$ in entrambi i casi. Nonostante ciò, le risposte appaiono significativamente diverse.

“Quasi tutti noi facciamo ricorso alla contabilità mentale, anche se spesso non ce ne accorgiamo”¹⁹ ed è proprio in tale affermazione che è possibile individuare la risposta che spiega la ragione per la quale le scelte dei due campioni sono risultate così differenti tra loro. Gli individui, infatti, sono influenzati dalla contabilità mentale. Quest'ultima porta ad organizzare le proprie disponibilità economiche e, conseguentemente, le proprie spese, in conti differenti, che possono variare da persona a persona.

Nel primo esperimento sopra riportato, i partecipanti avevano creato un unico conto mentale, che può essere definito “svago”, all'interno del quale avevano predisposto una spesa pari a 20\$, che era stata, dalla maggioranza, ritenuta troppo alta per quella finalità; ciò aveva portato il 54% dei soggetti a non procedere all'acquisto del nuovo biglietto.

Nel secondo scenario, invece, è possibile evidenziare due conti mentali, denominati “imprevisti” e “svago”; gli individui avevano attribuito 10\$ a ciascuno dei conti, per una quantità di denaro valutata adeguata ad ognuna delle due voci; il che ha portato gli stessi all'acquisto del biglietto, nonostante la perdita avvenuta.

Quanto appena esposto dimostra due aspetti: da un lato il denaro, contrariamente a quanto affermato dalla teoria economica, non è considerato dagli individui un bene fungibile²⁰; dall'altro, essi tendono a creare inconsciamente conti mentali che condizionano fortemente

¹⁹ v. Thaler H.R., Sunstein C.R. (2014), “La spinta gentile”, Universale Economica Feltrinelli, Milano p. 58.

²⁰ Fungibile agg. [dal lat. mediev. *fungibilis*, der. del lat. *fungi* «fungere»]. In diritto, di beni che, non avendo specifica individualità, possono tenere l'uno il posto dell'altro agli effetti giuridici (*bene f.* è, per eccellenza, il denaro). Per estens., e in usi fig., di cose in genere, e anche di persone, che possono essere usate l'una in sostituzione di un'altra (quindi sinon. di *intercambiabile*). v. Treccani (2017), Dizionario della Lingua Italiana, Giunti TVP.

le decisioni successivamente assunte.

Un altro errore comune commesso dagli individui è la c.d. “fallacia dello scommettitore”. L’espressione è utilizzata per indicare quelle distorsione cognitive che accompagnano l’individuo nella valutazione probabilistica dell’accadimento di un determinato evento. Il soggetto è erroneamente influenzato da un evento passato e ritiene che quest’ultimo possa influenzare un evento futuro nonostante i due eventi risultino tra loro indipendenti²¹.

Nel mondo finanziario, la fallacia dello scommettitore è un errore logico commesso, *in primis*, da chi non possiede un’adeguata educazione finanziaria. Quest’ultima, spesso, conduce a scelte sbagliate, come nel caso di un individuo che, dopo avere assistito, più volte, al lancio di una moneta – a seguito delle quali il risultato è stato, in numero maggiore, “testa” – ritenga che la probabilità di un risultato analogo, nel lancio successivo, sia minore; oppure il caso dell’investitore che, avendo osservato l’andamento del prezzo di determinate azioni e avendo visto che in un determinato periodo dell’anno il prezzo scende per poi risalire, decida di acquistare le azioni in quel frangente di tempo, convinto che l’evento si presenti nuovamente.

L’individuo, agendo in tal modo, tuttavia, non considera che i due eventi sono indipendenti; infatti, se a seguito del lancio della moneta il risultato sia stato, in misura maggiore, “testa”, non implica una più alta probabilità che al lancio successivo il risultato sia l’opposto, vale a dire “croce”; così come, l’andamento dei prezzi del futuro non dipende in alcun modo dal *trend* passato.

Quanto esposto, dimostra come spesso gli individui nel prendere delle decisioni, siano mossi da errori cognitivi che conducono a una percezione distorta della realtà.

La contabilità mentale e la fallacia dello scommettitore, sono solo due possibili errori cognitivi che possono alimentare e influenzare le scelte dell’uomo. È possibile scorgere altre, quali, ad esempio, la c.d. *overconfidence*.

Un contributo fondamentale allo sviluppo del concetto di *overconfidence* è stato apportato da Terrance Odean, professore di finanza all’Università della California. L’individuo, caratterizzato da un eccesso di fiducia tenderebbe a sovrastimare le proprie capacità, sia in

²¹ Dati due eventi A e B, contenuti in S e tali che $P(A)>0$ e $P(B)>0$. L’evento B è indipendente da A se $P(A|B)=P(B)$. Così, Monti A.C. (2008), “Introduzione alla statistica”, Edizione Scientifiche Italiane, p. 103.

termini relativi, in rapporto ad altre persone, che in termini assoluti²². Questo eccesso di sicurezza si riflette sulla gestione del portafoglio, il quale risulterebbe costituito da un alto *turnover*. È necessario tenere in considerazione il fatto che, alla base del concetto di *overconfidence*, vi sia l'idea che l'investitore movimenterebbe eccessivamente il proprio portafoglio, al fine di sostituire le azioni considerate meno redditizie con altre ritenute maggiormente redditizie, al netto dei costi di transazione. Dal momento che le capacità del soggetto *overconfident*, però, non sono realmente sopra la media, il suo portafoglio presenterebbe un rendimento lordo in linea con il mercato. L'eccessiva movimentazione, tuttavia, condurrebbe a costi di transazioni elevati, che finirebbero col tradursi in un rendimento netto più basso rispetto a quello del mercato.

A conferma di questa tesi, Terrance Odean e Brad Barber nel 2000 hanno analizzato il portafoglio di 66.465 famiglie, in un arco temporale pari a 6 anni, dal gennaio 1991 al dicembre 1996²³.

L'esperimento condotto dai due studiosi, ha portato al seguente risultato: considerando i portafogli dei due quartili, vale a dire quello con più alto *turnover* e quello con più basso *turnover*, i risultati hanno mostrato come il primo portafoglio mostri un rendimento più basso di circa 6 punti percentuali rispetto al secondo; l'alto livello di movimentazione quindi, condurrebbe ad una riduzione del guadagno.

Alla luce di quanto esposto, è possibile concludere che i portafogli di individui *overconfident*, tendono a sottoperformare rispetto alla media di mercato.

Strettamente legato al concetto di *overconfidence* è il c.d. "iperottimismo", il quale rappresenta un ulteriore errore cognitivo.

Le persone sono caratterizzate da un eccessivo e ingiustificato ottimismo che li conduce ad adottare scelte errate nonché ad assumere rischi maggiori di quanto ritenuto.

Esse attribuiscono, quindi, maggiore probabilità al verificarsi di eventi positivi piuttosto che negativi anche laddove le probabilità possano essere le stesse. Ciò conduce l'individuo a una distorsione della realtà che, indirettamente, influenza, in maniera sfavorevole, le proprie

²² Il soggetto, infatti, non soltanto è portato a considerare le proprie capacità migliori rispetto a quelle degli altri individui, ma è anche spinto a ritenere che le proprie siano superiori rispetto a quello che effettivamente sono.

²³ Odean T., Barber B. (2000), "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors" in *Journal of Finance*, N.2, pp. 773-806.

decisioni.

1.4 Le preferenze

Il termine preferenza, in economia, è utilizzato per indicare la scelta tra due o più alternative, dettata solitamente dalla ricerca di una maggiore soddisfazione, convenienza, felicità, utilità. La percezione che un individuo ha di determinati aspetti, influisce sulle decisioni intraprese da quest'ultimo. Ciò comporta che un individuo maggiormente avverso alle perdite avrà preferenze diverse da un altro con una minore avversione, il che condurrà i due a scelte diverse.

La teoria del prospetto, c.d. *prospect theory*²⁴, formulata da Daniel Kahneman e Amos Tversky, nasce con il fine di descrivere e comprendere il modo in cui gli individui, in condizioni di incertezza, assumono le proprie decisioni. Questo studio, inoltre, si collega all'esigenza di approfondire quegli aspetti che la teoria finanziaria classica aveva formulato, discostandosi, tuttavia, dal comportamento effettivo assunto nella quotidianità dagli individui. La teoria finanziaria classica, infatti, considerava i vari attori del mercato soggetti razionali nonostante, in più di un'occasione, il loro comportamento risultava discordante rispetto al concetto di razionalità.

Alla base della *prospect theory*, “vi sono tre caratteristiche cognitive [...] Esse svolgono un ruolo essenziale nella valutazione dei risultati finanziari e sono comuni a molti processi automatici di percezione, giudizio ed emozione”²⁵; le tre caratteristiche cognitive costituiscono i tre principi su cui si articola la teoria del prospetto.

Il primo principio si basa sulla valutazione dei risultati finanziari e dipende dal punto di riferimento neutro che viene individuato dal soggetto. Solitamente, esso coincide con lo *status quo*, tuttavia, può variare di volta in volta. Qualora un individuo si aspettasse un certo rendimento da un titolo, quello sarebbe il punto di riferimento; laddove il rendimento fosse maggiore, verrebbe considerato come un guadagno; laddove, invece, fosse positivo ma pur sempre sotto il punto di riferimento scelto verrebbe considerato come una perdita²⁶.

²⁴ Così, Kahneman D., Tversky A. (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk” in *Econometrica*, Vol.47, N.2, pp. 263-291.

²⁵ v., Kahneman D. (2017), “Pensieri lenti e veloci”, Mondadori, Milano, p. 378

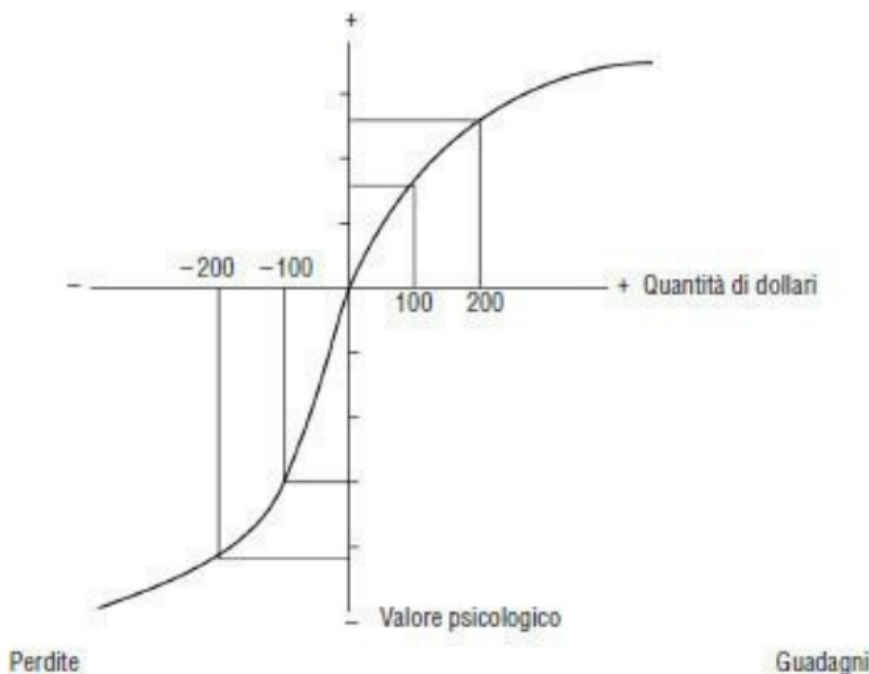
²⁶ Cfr., Kahneman D. (2017), “Pensieri lenti e veloci”, Mondadori, Milano, p. 378

Il secondo, si basa sul “principio di diminuzione della sensibilità”²⁷, in base al quale la percezione della perdita o del guadagno, è diversa a seconda della dimensione dell’investimento di partenza. La perdita di 50 euro su un investimento di 1000 euro, infatti, è considerata inferiore rispetto alla perdita della stessa cifra su un investimento di 100 euro. Il terzo principio è definito “avversione alle perdite” conosciuto anche come “*loss aversion*”; secondo questa teoria, il verificarsi della perdita di una certa cifra, genera negli individui una infelicità pari circa al doppio della felicità che essi avrebbero provato, laddove la suddetta perdita avesse costituito un guadagno.

Alla base di questo principio vi è la teoria evolutiva, secondo la quale, “gli organismi che trattano le minacce come più urgenti delle opportunità hanno più probabilità di sopravvivere e riprodursi”²⁸.

Se si dovessero inserire i tre principi esposti all’interno di un grafico, il risultato sarebbe il seguente.

Figura 1.5 – Prospect theory



Kahneman D. (2017), “Pensieri lenti e veloci”, Mondadori, Milano, p.379

²⁷ Sul punto, Kahneman D. (2017), “Pensieri lenti e veloci”, Mondadori, Milano, p. 378

²⁸ Così, Kahneman D. (2017), “Pensieri lenti e veloci”, Mondadori, Milano, p. 379

La funzione risulta essere convessa prima del punto di flesso, e concava dopo. È doveroso precisare la non simmetricità della funzione, giacché a parità di guadagno e perdita, il valore psicologico relativo in termini assoluti non è lo stesso. Il guadagno provoca un piacere minore rispetto all'infelicità causata dalla perdita della medesima cifra; infatti, dal punto di flesso verso $-\infty$ la funzione decresce più velocemente di quanto cresca dallo stesso verso $+\infty$.

Il rapporto di avversione alle perdite per un individuo è compreso, in media, tra un valore pari a 1,5 e 2,5.²⁹ Per compensare la perdita di 100 euro, quindi, sarebbe necessario un guadagno compreso tra 150 euro e 250 euro.

Con riferimento al concetto di “avversione alle perdite”, è doveroso citare le due teorie conosciute come “*myopic loss aversion*”³⁰ e come “avversione alle perdite già maturate”.

La prima espressione indica che l'individuo tenderebbe a focalizzarsi esclusivamente sul rendimento del proprio portafoglio nel breve periodo, tralasciando l'arco temporale necessario affinché il portafoglio raggiunga le migliori prestazioni. Questo potrebbe condurre a disinvestire prima del dovuto e potrebbe tradursi in perdite o in rendimenti più bassi.

Invece, la teoria dell'avversione alle perdite già maturate fa riferimento al fatto che l'individuo, a seguito di perdite, tenderebbe ad assumere rischi maggiori, nel tentativo di pareggiarle, oppure opterebbe per una scelta di disinvestimento; entrambe le scelte sarebbero intraprese, seppure non essendo le migliori.

Sia la prima che la seconda teoria condurrebbero a una sorta di panico finanziario e porterebbero l'individuo alle scelte meno indicate per il proprio portafoglio.

Il fenomeno dell'avversione alle perdite può essere compreso in maniera più completa, prendendo in considerazione un altro comportamento tipico degli individui, quello dell'“effetto dotazione”, anche conosciuto come “*endowment effect*”. Secondo quest'ultimo, gli individui tenderebbero ad attribuire un maggiore valore al bene posseduto piuttosto che al medesimo non posseduto. Da ciò, quindi, si comprende perché un individuo

²⁹ v., Novemsky N., Kahneman D. (2005), “The Boundaries of Loss Aversion” in *Journal Marketing Research*, pp. 119-128.

³⁰ Così, Thaler R., Tversky A., Kahneman D., Schwartz A. (1997), “The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test” in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, pp. 647-661.

è maggiormente infelice della perdita piuttosto che felice del guadagno ottenuto, a parità di condizioni.

Nel 1990, Kahneman, Knetsch e Thaler condussero un esperimento³¹, volto a dimostrare l'“endowment effect”. I partecipanti furono divisi in due gruppi e fu data una tazza da caffè ad ogni partecipante del primo gruppo. A questi individui venne chiesto a quale prezzo, tra 0 e 9,25\$, sarebbero stati disposti a vendere la tazza. Ad ogni componente del secondo gruppo – sprovvisto di tazza da caffè – fu chiesto, invece, a quale prezzo, compreso tra 0 e 9,25\$, l'avrebbero acquistata. Al termine dell'esperimento, i venditori avevano fissato un prezzo medio pari a 7,12\$, mentre gli acquirenti avevano stabilito un prezzo medio pari a 2,87\$. Il risultato, dunque, dimostrò che la compravendita, nella maggior parte dei casi non si sarebbe conclusa. L'esperimento, poi, venne condotto nuovamente, diverse volte e su campioni differenti, portando al medesimo risultato. Il prezzo di offerta è stato circa 2,5 volte maggiore rispetto a quello della domanda, coerentemente a quanto rappresentato nella figura 1.5.

L'esito di tale studio sembrerebbe avallare la tesi per cui un individuo, tendenzialmente, attribuisce alla perdita di una cosa un danno maggiore rispetto al piacere che deriva dall'ottenimento della stessa³².

Un altro aspetto fortemente collegato al concetto di “*loss aversion*” è lo “*status quo Bias*”, così definito da William Samuelson e Richard Zeckhauser nel 1988³³. Gli individui, per motivi quali la pigrizia, l'inerzia e/o l'abitudine, sarebbero portati a non variare le condizioni in cui si trovano, anche laddove un eventuale cambiamento si tradurrebbe in un miglioramento delle condizioni stesse. Le persone, infatti, attribuirebbero inconsciamente un maggiore peso al rischio di perdere qualcosa, piuttosto che al rischio di ottenerlo.

Gli studiosi, Samuelson e Zeckhauser, condussero diversi esperimenti in merito a ciò.

In uno di questi esperimenti, i due, selezionato un campione di individui, fornirono due domande decisionali, contestualizzandole in due scenari differenti.

Nel primo, il campione doveva immaginare di aver ereditato una somma di denaro liquida

³¹ Così, Kahneman D., Knetsch J.L., Thaler R.H. (1991), “Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias” in *The Journal of Economic Perspectives*, pp. 193-206.

³² Sul punto, Thaler H.R., Sunstein C.R. (2014), “La spinta gentile”, *Universale Economica Feltrinelli*, Milano, p. 42

³³ Così, Samuelson W., Zeckhauser R. (1988), “Status quo bias in decision making” in *Journal of Risk and Uncertainty*, pp.7-59

da dover investire in quattro portafogli possibili: il primo con rischio moderato, il secondo con un alto rischio, il terzo c.d. *treasury bills*, il quarto c.d. *municipal bonds*.

Il secondo scenario ipotizzato, invece, prevedeva la medesima somma di denaro ereditata ma, la maggior parte di essa, investita in un portafoglio con rischio moderato. Le alternative possibili risultavano essere quattro: mantenere l'investimento, investire nel portafoglio caratterizzato da un alto rischio, investire in *treasury bill* o in *municipal bonds*.

La percentuale di individui che ha investito in portafoglio a rischio moderato è stata maggiore nel secondo caso rispetto al primo; la ragione si rinviene nel fatto che probabilmente, gli individui hanno preferito non apportare modifiche alla propria situazione di partenza e non allontanarsi, dunque, dal proprio *status quo*.

Da quanto emerso, quindi, gli individui tenderebbero ad accettare un investimento di "default", senza modificarlo. Ciò in linea con la teoria dell'avversione alle perdite, in base alla quale essi sarebbero guidati dalla paura di peggiorare la propria condizione piuttosto che dalla possibilità di migliorarla.

Tornando alla figura 1.5, è utile notare come all'incremento infinitesimo delle ascisse, per valori tendenti all'infinito, corrisponde un incremento infinitesimale sempre minore delle ordinate. Tale proprietà della funzione mostra come, all'aumentare dei guadagni, il valore psicologico aumenti sempre meno; lo stesso avviene considerando le perdite.

Questo aspetto evidenzia il c.d. "principio di diminuzione della sensibilità", tipico degli individui, in base al quale le perdite e i guadagni influenzerebbero il valore psicologico in termini relativi e non assoluti.

Le preferenze dell'individuo, non sempre, dunque, si traducono nelle scelte migliori per lo stesso. Come analizzato, infatti, esistono molteplici fattori che, inconsciamente, influiscono sulla percezione che un soggetto ha della realtà e che compromettono la correttezza delle decisioni intraprese.

1.5 Le decisioni e le euristiche

Nella vita quotidiana, le persone sono portate a prendere costantemente delle decisioni. Gli individui utilizzano delle scorciatoie mentali per essere più veloci e più rapidi nelle scelte da intraprendere. Questo atteggiamento, svolto inconsapevolmente, conduce ad un'eccessiva

semplificazione dei problemi decisionali che, di fatto, risultano più complessi di come vengono affrontati. In questo modo viene posta maggiore enfasi sulla velocità di risoluzione del problema, a discapito, tuttavia, del ragionamento logico-razionale.

Nel 1974, Amos Tversky e Daniel Kahneman introdussero il termine “euristiche”, per indicare i processi decisionali abbreviati; si tratta di processi utilizzati largamente dagli individui, che, spesso, conducono a determinati errori sistematici ripetuti nel tempo.

Tre sono le principali euristiche utilizzate dagli individui: “rappresentatività”, “ancoraggio”, “disponibilità”³⁴.

La prima, dunque, è la c.d. rappresentatività, la quale prevede che gli individui tendono a basare le probabilità che si verifichi un evento su aspetti di familiarità e su stereotipi; in tal modo si escluderebbe, dall’analisi probabilistica, aspetti importanti, quali l’ampiezza del campione o la frequenza oggettiva con cui un evento si manifesta³⁵.

Evidenze empiriche hanno dimostrato che gli individui attribuirebbero valore predittivo al verificarsi di situazioni estreme. Essi, infatti, sarebbero naturalmente portati a ritenere che a quanto detto seguirebbero circostanze future altrettanto estreme³⁶. In tal modo, tuttavia, essi ignorerebbero il fenomeno della c.d. regressione verso la media³⁷.

Al riguardo, gli economisti De Bondt e Thaler, nel 1985, attraverso i loro studi, hanno evidenziato che le previsioni sui titoli azionari tenderebbero ad essere ottimistiche laddove questi ultimi abbiano battuto l’indice di mercato per un certo periodo di tempo e pessimistiche nel caso inverso³⁸.

La seconda delle tre euristiche proposte da Kahneman e Tversky è definita con il termine “ancoraggio”. Gli individui, nel formulare giudizi riguardo qualcosa di ignoto, tendono a basarsi su aspetti che conoscono e ad apportare aggiustamenti nella direzione ritenuta più adatta così da giungere a una stima di quanto non conosciuto. Tale stima rappresenta una distorsione della realtà poiché gli individui effettuano aggiustamenti insufficienti e ancorano

³⁴ Cfr., Kahneman D., Tversky A. (1974) “Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases” in Science, Vol. 184, pp. 1124-1131.

³⁵ v., Manetti L. (2002), “Psicologia sociale”, Carocci editore, Roma, p. 65.

³⁶ Così, Linciano N. (2010) “errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail” in Quaderni di Finanza, Consob, gennaio, n.66 p. 8.

³⁷ Il fenomeno della regressione verso la media consiste nel fatto che una variabile che ha presentato un valore estremo nella sua prima misurazione, tenderà a presentare valori maggiormente vicini alla media nelle successive misurazioni. In ambito finanziario l’espressione è utilizzata per indicare che un’azione che ha avuto rendimenti alti in passato tenderà ad avere rendimenti più bassi in futuro.

³⁸ Cfr., De Bondt W., Thaler R. (1985), “Does the stock market overreact?” in Journal of Finance, pp. 793-805.

i propri giudizi a punti di partenza arbitrari, spesso, slegati da quanto si disconosce e si ricerca.

Le conseguenze in ambito finanziario che questa tipologia di distorsione può causare sono state approfondite dall'economista Hersh Shefrin, nel 2000³⁹. Dallo studio condotto è emerso che, prendendo in considerazione un'azienda, gli analisti finanziari, a seguito della pubblicazione di nuove informazioni riguardanti la stessa, saranno influenzati da quanto appreso in precedenza sull'azienda stessa; il giudizio da parte degli analisti sarebbe fortemente influenzato dalle *performance* precedenti dell'azienda, le quali costituirebbero una sorta di àncora. A parità di informazioni pubblicate, il giudizio espresso da parte degli analisti sarà differente in base alla loro concezione di partenza.

Tale studio dimostra come anche gli esperti possano essere influenzati da questa tipologia di euristica.

Anche gli studiosi Northcraft and Neale si occuparono di approfondire il concetto di ancoraggio. Nel 1987, essi condussero un esperimento⁴⁰ in cui fu chiesto a due gruppi di partecipanti di valutare il valore economico di un'abitazione. Le informazioni fornite ad entrambi i gruppi erano le stesse; entrambi avevano la possibilità di visitare l'abitazione. L'unica differenza risiedeva nel fatto che, al primo gruppo fu comunicato che il prezzo di listino era pari a 65.900\$, mentre al secondo fu indicato un prezzo pari a 83.900\$. Le stime medie dell'abitazione, come ipotizzato, furono diverse per i due gruppi, per un valore di 63.500\$ per il primo e 72.000\$ per il secondo.

Tale esperimento, dunque, sembrerebbe dimostrare come l'ancoraggio influenzi gli individui nella determinazione di stime e come – nonostante la presenza di medesime informazioni aggiuntive – il giudizio finale di ognuno non si discosti di molto dall'àncora, la valutazione di partenza, che in questo caso era rappresentata dal prezzo di listino.

L'ultimo dei tre processi decisionali abbreviati è definito euristica della disponibilità. Gli individui, per determinare la probabilità dell'accadimento di un evento, tenderebbero a usare delle scorciatoie mentali, vale a dire, giudicherebbero la possibilità che quell'evento si

³⁹ Cfr., Shefrin H. (2000), "Beyond Greed and Fear", Harvard Business School Press, Boston.

⁴⁰ Sul punto, Northcraft G. B., Neale M. A. (1987), "Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions" in *organizational behavior and human decision processes*, pp. 84-97.

verifichi in futuro, sulla base della rapidità e della facilità con cui un caso analogo si presenta alla loro mente.

Ciò conduce a una distorsione della realtà. La mente, infatti, è fortemente influenzata da aspetti psicologici; un evento che ha avuto un forte impatto emozionale sarà ricordato con più facilità rispetto a un evento, più comune, ma con un impatto emotivo scarso. Così facendo, si tenderebbe a sovrastimare la probabilità dell'accadimento di un evento sulla base dell'impatto emotivo che ha causato alla persona; le informazioni maggiormente disponibili nella nostra mente non corrispondono, necessariamente, agli eventi che si presentano con più frequenza nella realtà.

L'euristica della disponibilità comporta diverse conseguenze in ambito finanziario⁴¹.

In primis, gli investitori sarebbero propensi ad investire in azioni conosciute, a loro familiari, caratterizzate, nella maggior parte dei casi, da alti volumi di negoziazione. Così facendo, andrebbero, indirettamente, ad escludere, azioni a loro meno note, che però, potrebbero avere rendimenti maggiori⁴².

Un altro aspetto critico si potrebbe presentare nella valutazione soggettiva di un eventuale progetto di investimento di una azienda. Qualora i punti di forza venissero alla mente con più facilità rispetto a quelli di debolezza, l'individuo sarebbe propenso a considerare un progetto di investimento migliore rispetto a quanto realmente fosse, con il rischio di giungere ad errori valutativi.

Infine, prendendo in esame il caso di un'analisi probabilistica delle possibilità di *default* di un'azienda, date determinate circostanze, l'euristica della disponibilità condurrebbe gli individui a prendere in considerazione, come validi esempi, aziende fallite che presentavano i medesimi sintomi dell'azienda analizzata, piuttosto che considerare anche società che, nelle stesse circostanze, avevano superato il momento di crisi.

Ciò finirebbe per condurre a stime distorte, comprometterebbe un'adeguata rappresentazione della realtà e influenzerebbe indirettamente le scelte degli individui.

⁴¹ v. Linciano N. (2010) "errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail" in Quaderni di Finanza, Consob, gennaio, n.66.

⁴² A tal riguardo sono stati effettuati diversi studi: nel 2002, dall'economista Gadarowski, v.d. "Financial Press Coverage and Expected Stock Returns", Cornell University; nel 2008, dagli economisti Barber e Odean, v.d. "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors" in The Review of Financial Studies, vol.21 n.2 pp. 785-818.

1.6 Conclusioni

Quanto appena descritto, dimostrerebbe come gli individui siano distanti da quanto sostenuto dalla teoria finanziaria classica. Il più delle volte, le loro decisioni risultano influenzate inconsciamente da distorsioni cognitive, errori valutativi o scorciatoie mentali. Le conseguenze in ambito finanziario sono rappresentate dal fatto che i soggetti arrivano a intraprendere scelte che non massimizzano la propria utilità, l'eventuale rendimento del portafoglio, o che non riescono a raggiungere, in termini economici, la massima efficienza. Gli individui infatti, non sempre agiscono guidati da razionalità giacché le loro decisioni non prendono in considerazione la moltitudine di informazioni necessarie per giungere a conclusioni più precise. Gli errori che si presentano però, sono comuni tra i vari individui e appaiono connotati da una certa sistematicità.

La finanza comportamentale aiuta a descrivere e ad analizzare il comportamento comune degli individui. Ciò fornirebbe lo spunto per porre in essere interventi, anche da parte dello Stato, volti ad incrementare la conoscenza di tali fenomeni così da ridurre e/o correggere la sistematicità degli errori analizzati nonché gli eventuali danni economici, più o meno rilevanti, ad essi collegati.

Capitolo II: Nudging e investimenti consapevoli

2.1 Introduzione

Dopo aver illustrato la presenza di errori sistematici nei processi decisionali degli individui, si rende necessario analizzare e approfondire le principali tecniche che permettono ai soggetti di non commettere o, comunque, di limitare gli errori comportamentali.

Gli interventi possibili si basano su due aspetti: da un lato una maggiore educazione finanziaria che risulta essere un requisito fondamentale per ridurre il gap conoscitivo tra cliente e intermediario, dall'altro gli interventi da parte delle Autorità con il fine di tutelare, quanto più possibile, l'investitore.

Per quanto concerne l'educazione finanziaria, bisogna richiamare e analizzare le c.d. tecniche di *debiasing*, le quali hanno come obiettivo quello di eliminare le distorsioni cognitive che conducono gli individui in errori decisionali. Nel corso del capitolo, inoltre, viene evidenziato come l'educazione finanziaria, ad oggi, risulta essere fonte di accesa discussione tra coloro che dubitano della sua reale efficacia e tra chi, invece, le attribuisce cruciale importanza affinché l'investitore sia consapevole e abbia cognizione di causa circa i propri investimenti.

Per ciò che riguarda gli interventi da parte delle Autorità italiane, invece, viene fatto cenno alla direttiva MiFID, la quale ha reso i mercati maggiormente trasparenti, efficienti e competitivi nonché ha aumentato sensibilmente la tutela del consumatore. È necessario sottolineare come l'obiettivo innovativo di questa direttiva sia quello di rendere il cliente, nel rapporto con l'intermediario, parte attiva e soprattutto consapevole degli investimenti che sta intraprendendo.

Infine, si richiama il concetto di *nudge*, il cui scopo è quello di porre in essere condizioni tali da portare l'individuo a intraprendere le scelte migliori per sé, facendo riferimento al modo in cui esso opera e come, nella pratica, possa condurre a risultati positivi per gli individui.

2.2 Il processo di debiasing

È stato dimostrato dalla finanza comportamentale come gli individui tenderebbero a commettere sistematicamente determinati errori nel prendere decisioni in ambito finanziario. Tali studi hanno cercato, inoltre, di comprendere e di individuare modalità in grado di contrastare o, quantomeno, limitare errori di tal genere, i quali risulterebbero manifestarsi nel corso della fase decisoria.

In tale ambito è importante richiamare il processo di *debiasing*. Esso costituisce una strategia correttiva, volta all'eliminazione dei *bias* comportamentali, sì da rendere l'individuo consapevole degli errori che commette, consentendogli di attuare i necessari cambiamenti della propria condotta.

Il riconoscimento degli errori, tuttavia, non è sufficiente a eliminare i *bias* comportamentali. Affinché l'individuo non ripeta gli errori che è solito fare nel compiere determinate scelte, è necessaria una fase di apprendimento, la quale dovrà avvenire in un lasso temporale particolarmente lungo e dovrà consentire al soggetto di ritrovarsi in situazioni analoghe, sì da poter accumulare esperienza.

Il processo di *debiasing* dovrebbe essere stimolato dall'intervento di fattori esterni. Secondo Kahneman, le persone difficilmente sarebbero in grado di individuare eventuali errori comportamentali e, ancora di più, raramente riuscirebbero a porre in essere atteggiamenti volti ad evitare che quegli stessi errori si ripetano.

Le principali tecniche di *debiasing*, introdotte dagli economisti de Meza, Irlenbusch e Reyniers, sono state: (I) "*consider-the-opposite*", (II) "*accountability*", (III) "*training in rules*", (IV) "*training in representations*", (V) "*voluntary cooling-off-periods*" e (VI) "*group decisions*"⁴³.

Il *consider-the-opposite* è un processo secondo il quale l'individuo, laddove effettuasse una più approfondita analisi delle motivazioni che lo hanno portato ad effettuare una determinata scelta, sarebbe in grado di contrastare o, quantomeno, di ridurre il fenomeno dell'*overconfidence* e dell'ancoraggio. Un modo per indagare le motivazioni alla base delle proprie decisioni è quello di porsi delle domande come "*what are the reasons that my*

⁴³ v., De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D. (2008), "Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective" in Financial Services Authority, Consumer Research, July, p. 54.

*judgment might be wrong?*⁴⁴. Attraverso una ricerca più approfondita sulle motivazioni che spingono l'individuo verso una certa scelta, si tenderebbe a limitare quel pensiero istintivo e immediato, le c.d. scorciatoie mentali, in grado di velocizzare il processo decisionale degli individui e di indurre questi ultimi in errore.

L'*accountability* avrebbe un effetto analogo a quello del *consider-the-opposite*. Anche in questo caso, si tenderebbe a soffermarsi maggiormente sulle motivazioni alla base delle proprie decisioni. Tuttavia, tale atteggiamento critico sarebbe spinto dalla volontà di spiegare a soggetti terzi le motivazioni che hanno mosso determinate scelte. L'individuo, quindi, tenterebbe di spiegare le valutazioni fatte che lo hanno portato ad assumere alcune decisioni piuttosto che altre. Da ciò deriverebbero due risultati fondamentali; da un lato l'individuo sarebbe spinto ad approcciarsi al problema con maggiore razionalità, dall'altro, evidenze empiriche⁴⁵ hanno dimostrato come l'individuo, laddove fosse responsabile anche di altri soggetti, sarebbe propenso a una maggiore attenzione, ricercerebbe maggiori informazioni e andrebbe più in profondità nell'indagare le motivazioni alla base delle proprie decisioni così da giungere a conclusioni più accurate.

Vi è poi il *training*; quest'ultimo ha riscontrato successo nel rendere più efficiente il processo decisionale. Tuttavia, non è chiaro quali possano essere e fino a quando persistano gli effetti del *training* in ambito finanziario; non sempre l'educazione finanziaria è sufficiente ad eliminare quelle distorsioni tipiche degli individui. Diversi studi però, hanno dimostrato che il *training*, inteso come *learning by doing*, può condurre a miglioramenti concreti nel processo decisionale. Il *learning by doing* è un processo di apprendimento in cui l'individuo sperimenta in modo concreto il verificarsi di *bias*, il che gli permette di ottenere *feedback* sulle decisioni assunte⁴⁶. Il vantaggio che ne consegue risiede nel fatto che gli individui tenderebbero a ricordare con più facilità quanto appreso⁴⁷. Tale tipo di apprendimento

⁴⁴ Cfr. De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D. (2008), "Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective" in Financial Services Authority, Consumer Research 69, July, p. 58.

⁴⁵ Sul punto, Lerner J. S., Tetlock P. E. (1999), "Accounting for the effects of accountability" in Psychological Bulletin Vol. 125, n.2, pp. 255-275 e Zhang Y., Mittal V. (2005), "Decision difficulty: Effects of procedural and outcome accountability" in Journal of Consumer Research, Vol. 32, pp. 465-472.

⁴⁶ Così Larrick R. P. (2004), "*Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*", New York: Blackwell Publishing, pp. 316-337.

⁴⁷ v., Larrick R. P., Morgan J. N., Nisbett, R. E. (1990), "Teaching the use of cost-benefit reasoning in everyday life" in Psychological Science, pp. 362-370.

potrebbe, inoltre, essere implementato attraverso l'utilizzo di simulazioni interattive⁴⁸, le quali consentirebbero di sperimentare, con esercizi pratici, le conseguenze derivate dalle decisioni intraprese.

Lo studio condotto dall'economista Loewenstein ha dimostrato come gli individui tenderebbero a basare le proprie decisioni sullo stato d'animo che possiedono in quel determinato istante. Laddove vivessero un momento felice, le proprie valutazioni sarebbero ottimistiche; qualora, invece, si trovassero in una situazione negativa, tenderebbero a giungere a valutazioni pessimistiche⁴⁹. In considerazione di ciò, si introduce il *voluntary cooling-off-periods*⁵⁰, efficiente strumento di *debiasing*. Quest'ultimo, infatti, può avere l'effetto di limitare le conseguenze dovute a scelte irrazionali e guidate da alterazioni del proprio stato emotivo.

Infine, è importante prendere in considerazione un'ulteriore tecnica di *debiasing*, c.d. *group decisions*. I vantaggi a cui essa può condurre sono molteplici: un maggiore numero di individui coinvolti nel processo decisionale, che si tradurrebbe in una maggiore conoscenza della materia; laddove le competenze degli individui fossero complementari si creerebbero delle sinergie; la presenza di più persone condurrebbe al confronto e ad un più efficiente sistema di controllo di eventuali errori⁵¹, portando a non trascurare aspetti che il singolo rischierebbe di sottovalutare.

Ad oggi, le tecniche di *debiasing* appena citate sono al centro di un acceso dibattito e le critiche mosse si basano, prevalentemente, sul fatto che gli studiosi non hanno fornito argomentazioni sufficientemente forti per poter stabilire e provare con certezza l'efficacia di queste tecniche in ambito finanziario⁵².

In primis, per quanto riguarda il *group decisions*, non è chiaro quale sia il confine tra l'efficienza e l'inefficienza nel prendere le decisioni con altri soggetti. Infatti, se da un lato il *group decisions* condurrebbe a diversi vantaggi, come visto, è anche vero che potrebbe

⁴⁸ Sul punto, De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D. (2008), "Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective" in Financial Services Authority, Consumer Research 69, p. 54.

⁴⁹ v., Loewenstein G., Weber E. U., Hsee C. K., Welch N. (2001) "Risk as feelings" in Psychological Bulletin pp. 267-286.

⁵⁰ Il c.d. *voluntary cooling-off-period* consiste in un periodo di tempo in cui l'acquirente, a seguito di un acquisto, può decidere di restituire il bene e ricevere, in cambio, il rimborso.

⁵¹ Sul punto, De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D. (2008), "Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective" in Financial Services Authority, Consumer Research, p. 60.

⁵² Conti V., Rigoni U., Lucarelli C., Menon M., Perali F., Linciano N. (2011) "La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori" in Quaderni di Finanza, Consob, n.68, p. 84.

causare delle distorsioni. In relazione a ciò, è doveroso citare il c.d. “effetto gregge”, secondo il quale gli individui tenderebbero ad essere influenzati dal comportamento di altri e finirebbero con il seguire la condotta della massa. In questo scenario, quindi, risulta problematico determinare fino a che punto il singolo, all’interno del gruppo, possa manifestare le proprie conoscenze o rivelare le proprie informazioni private, così da apportare un beneficio alla decisione di gruppo.

Per quanto riguarda l’*accountability*, invece, non sono presenti evidenze sperimentali che accertino che i relativi vantaggi siano presenti anche nell’ambito di decisioni economico-finanziarie.

A sostegno di tale tesi vi sarebbe anche la possibilità che il processo di *debiasing* possa condurre indirettamente a rafforzare altri *bias*⁵³, quali l’iperottimismo e l’*overconfidence*: l’individuo potrebbe avere un eccesso di fiducia nelle proprie capacità e finire con il sovrastimare le stesse.

Non è da escludere, poi, che l’attuazione delle tecniche di *debiasing*, possa non avere un riscontro effettivo nella pratica e finire, dunque, con l’essere inefficace su un individuo, il quale continuerebbe a compiere i medesimi errori decisionali.

A fronte di ciò, risulta difficoltoso esprimere, con certezza, un giudizio sulle tecniche di *debiasing*. È necessario, tuttavia, evidenziare come alcune, al contrario di altre, possano indubbiamente condurre ad un miglioramento del processo decisionale, seppur minimo.

2.3 Educazione finanziaria

Gran parte degli individui intraprendano scelte sbagliate in ambito finanziario che possono condurre a conseguenze più o meno gravi e andare, talvolta, a ledere il benessere sociale del singolo o del nucleo familiare.

Difatti, attraverso uno studio condotto da Keys, D. G. Pope e J. Pope, è stato evidenziato che nel dicembre 2010 circa il 20% della popolazione americana che si trovava nella condizione

⁵³ v., Feng L., Seasholes M. S. (2005), “Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets?” In *Review of Finance* pp. 305–351 e Griffin D., Tversky A. (1992), “The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence in Cognitive Psychology, Vol. 24 pp. 411 - 435.

di poter rinegoziare il proprio mutuo a seguito di cambiamenti dei tassi di interesse, non ha proceduto in tal senso e ha, così, perduto la possibilità di risparmiare circa 11.500\$⁵⁴.

È importante sottolineare come la gestione del risparmio, soprattutto a lungo termine, sta assumendo un'importanza sempre crescente. I piani pensionistici risultano essere non più in linea con i cambiamenti che la società sta vivendo; da un lato, infatti, si registra una riduzione delle nascite rispetto al passato, mentre dall'altro la longevità risulta essere in aumento. Ciò che ne deriva, dunque, risulta essere un invecchiamento della popolazione ed una probabile inadeguatezza dei piani pensionistici laddove incapaci di far fronte alle nuove esigenze sociali. Alcuni studi, condotti dagli economisti Choi, Laibson, Madrian, dimostrano come la gran parte degli individui non è in grado di comprendere questo eventuale rischio e di attuare un piano pensionistico coerente con la situazione attuale⁵⁵.

Le scelte degli individui, in tale ambito, risultano spesso viziate da carenze di tipo nozionistico e da alcuni errori valutativi; sembrerebbe, infatti, che le persone tendano a semplificare problemi complessi e ad approssimare la comprensione degli stessi.

Sul punto, Standard & Poor's ha condotto un'analisi volta a determinare il livello di alfabetizzazione finanziaria degli adulti nell'intero panorama mondiale. L'indagine prevedeva alcune domande circa quattro concetti base finanziari, quali: la diversificazione del rischio, l'inflazione, l'interesse e l'interesse composto; la risposta corretta, fornita ad almeno tre argomenti su quattro, dimostrava un'alfabetizzazione dal punto di vista finanziario. Solo il 33% degli adulti è risultato essere *financially literate*.

L'Italia presenta un livello di alfabetizzazione finanziaria tra i più bassi in Europa e tra i paesi più sviluppati, posizionandosi 63° nella classifica mondiale; il nostro paese, inoltre, registra una media di alfabetizzazione finanziaria, tra la popolazione adulta, inferiore al 40%, mentre paesi come Stati Uniti, Canada e Germania superano il 60%⁵⁶.

Una conoscenza più approfondita della materia potrebbe condurre gli individui a una migliore gestione del proprio risparmio e a una maggiore redditività dei propri investimenti, così da generare un beneficio *in primis* individuale ma con risvolti indiretti per la collettività.

⁵⁴Cfr., Keys B. J., Pope D. G., Pope J. (2014), "Failure to refinance", in NBER Working Paper n. 20401, august, pp. 12-13.

⁵⁵ v., Choi J., Laibson D., Madrian B. (2006), "\$100 bills on the sidewalk: suboptimal investment in 401(k) plans", in Pension Research Council Working Paper.

⁵⁶ Così, Klapper L., Lusardi A., van Oudheusden P. (2014), "Financial Literacy around the World: insights from the Standard & Poor's ratings services, global financial literacy survey".

Il perseguimento di investimenti efficienti e la partecipazione al mercato finanziario, infatti, gioverebbe non soltanto al singolo ma anche alla collettività nel complesso, giacché l'aumentare del numero di individui che prendono parte al mercato finanziario si tradurrebbe in maggiore liquidità per l'intero sistema e determinerebbe una maggiore possibilità per i soggetti in *deficit* di finanziarsi, nonché di farlo ad un prezzo più basso.

Alcuni studi, esaminando individui che avevano partecipato a corsi in tale materia, hanno evidenziato come la presenza ad essi avesse avuto come conseguenza diretta il miglioramento delle capacità finanziarie dei partecipanti. In questo filone, rientra l'analisi condotta da Clark *et al.*, nel 2006, la quale ha dimostrato come corsi di educazione finanziaria possano, di fatto, migliorare la gestione del proprio risparmio e, nello specifico, come siano in grado di garantire ai partecipanti una maggiore consapevolezza e competenza nella realizzazione del proprio piano pensionistico⁵⁷. Vi è, poi, lo studio svolto da Bernheim, Garrett e Maki, nel 2001, il quale, a seguito di un'indagine svolta sugli studenti di scuole americane che avevano seguito per almeno cinque anni corsi in ambito finanziario, ha dimostrato come questi avessero una maggiore propensione al risparmio rispetto a coetanei, che però non avevano seguito corsi di tale tipo⁵⁸.

Coloro che aderiscono al secondo filone, invece, ritengono che anche laddove l'educazione finanziaria aumentasse le conoscenze generali dell'individuo, non sempre da ciò deriverebbe, nella pratica, un'applicazione effettiva delle stesse. Sul punto, Choi *et al.*, nel 2006, hanno condotto uno studio sui partecipanti ad uno dei corsi di formazioni finanziaria proposti dall'azienda per cui lavoravano. Il risultato dell'esperimento ha evidenziato come, al termine del corso, il 100% dei partecipanti affermava di essere disposto a risparmiare maggiormente ma soltanto il 14% risultava avere poi aderito ad un piano previdenziale. L'analisi, tuttavia, era stata effettuata anche sui dipendenti dell'azienda, con caratteristiche analoghe, che però non avevano partecipato al corso di formazione; in questo caso il 7% degli individui aveva aderito al piano previdenziale⁵⁹.

⁵⁷ v., Clark R.L., D'ambrosio M.B., Mcdermed A.A., Sawant K. (2006), "Retirement Plans And Saving Decisions: The Role Of Information And Education" in *Journal Of Pension Economics And Finance*.

⁵⁸ Cfr., Bernheim B., Garrett D., Maki D. (2001), "Education And Saving: The Long-Term Effects Of High School Financial Curriculum Mandates" in *Journal Of Public Economics*.

⁵⁹ Così, Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2002), "Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance" in *Tax Policy and the Economy*.

Gli economisti Duflo e Saez⁶⁰, nel 2003, Holm e Rikhardsson⁶¹, nel 2006, giunsero a conclusioni conformi a quelle in ultimo esaminate. La percentuale di individui che aumentano le proprie conoscenze a seguito di un'educazione finanziaria è molto bassa; anche laddove questo avvenga, quasi mai, una maggiore conoscenza si traduce in un mutamento effettivo del proprio agire.

Alla luce di quanto detto, è difficile determinare con certezza quanto sia effettivamente utile alla collettività il perseguimento di un'educazione finanziaria. È indubbio, tuttavia, che quest'ultima debba essere vista come “fattore di crescita, ma non nell'auspicio che ciascuno diventi il consulente finanziario di se stesso, ma nella prospettiva di una più ampia consapevolezza sulle “regole del gioco”, dei doveri e delle responsabilità”⁶². Una maggiore comprensione e conoscenza della materia finanziaria porrebbe l'individuo nelle condizioni di poter scegliere il servizio finanziario più efficiente per le proprie esigenze. L'educazione finanziaria, affiancata a un costante sviluppo della consulenza – intesa come “attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse”⁶³ – può condurre ad un'indubbia utilità per il singolo e, in maniera indiretta, per la collettività. L'utilità dell'educazione finanziaria, dunque, deve essere rinvenuta nel permettere all'individuo la comprensione delle scelte migliori per le proprie necessità e l'attenuazione dello squilibrio informativo tra intermediario e cliente. Quest'ultimo, così, avrà maggiore consapevolezza delle scelte finanziarie che sta per compiere.

2.4 Interventi da parte dell'Autorità

Dal momento che non tutti gli individui hanno sufficienti competenze per poter amministrare i propri risparmi e intraprendere investimenti in modo del tutto autonomo, è necessario che essi siano supportati e assistiti nell'esercizio di queste attività. È fondamentale, tuttavia, la

⁶⁰ Sul punto, Duflo E., Saez E. (2003), “The Role of Information and Social Interactions in Retirement Plan Decisions: Evidence from a Randomized Experiment” in Quarterly Journal of Economics.

⁶¹ v. Holm C., Rikhardsson P. (2006), “Experienced And Novice Investors: Does Environmental Information Influence On Investment Allocation Decisions?” in Financial Reporting Research Group Working University Of Aarhus, Aarhus School Of Business, Department Of Business Studies.

⁶² Cfr., Cardia L. (2010), “La tutela del consumatore di servizi finanziari”, Consob, Roma.

⁶³ v., Kahneman D., Riepe M.W. (1998), “Aspects of Investor Psychology” in The Journal of Portfolio Management.

presenza di una disciplina volta a tutelare la parte debole nel rapporto cliente – intermediario finanziario.

L'obiettivo, quindi, è quello di tutelare il consumatore, attraverso *in primis* l'implementazione della trasparenza, rendendo obbligatori *standard* minimi di informazione cui sono soggetti gli intermediari. Durante la fase precontrattuale, infatti, deve essere messo a disposizione del cliente un insieme di informazioni sufficienti e chiare in relazione ai rischi e ai costi che derivano dalle scelte che egli potrebbe compiere⁶⁴.

Un ruolo fondamentale, inoltre, è dato dalla c.d. stabilità; al fine di tutelare l'investitore è necessario che l'intermediario intraprenda la propria attività in modo sano e prudente, nell'interesse del cliente⁶⁵.

2.4.1 Direttiva MiFID

In questo contesto è stata introdotta la direttiva 2004/39/CE, anche nota come MiFID. Essa ha come obiettivo rafforzare la tutela del consumatore, la trasparenza, la concorrenza e l'efficienza del mercato finanziario.

Successivamente, nel 2014, è stata introdotta in Europa la direttiva 2014/65/EU, anche nota come MiFID II, la quale è entrata in vigore nel 2018, sostituendo la precedente regolamentazione.

Ciò che interessa, ai fini della trattazione in esame, è il capo II, sezione 2 della MiFID II – “Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori” – dedicata alla tutela dell'investitore.

Sono diverse le disposizioni che garantiscono una maggiore trasparenza; le imprese di investimento infatti, devono agire in modo “onesto, equo e professionale”⁶⁶, le informazioni devono essere comprensibili, devono esplicitare la natura del servizio di investimento e il relativo rischio così da porre il cliente nelle condizioni di “prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa”⁶⁷. In generale, le informazioni devono rispettare tre

⁶⁴ Così, Mishkin F.S., Eakins S. G., Beccalli E. (2019), Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, Milano, Torino p. 184.

⁶⁵ v., Rossi S. (2016), “la tutela del risparmio nell'Unione bancaria”, Roma, maggio.

⁶⁶ Cfr., art. 24 paragrafo 1 della direttiva 2014/65/EU.

⁶⁷ Sul punto v., l'art. 24 paragrafo 5 della direttiva 2014/65/EU.

requisiti: esse devono essere chiare, corrette e non devono risultare fuorvianti⁶⁸. Il cliente deve essere informato circa “l’impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, tutti i costi e gli oneri relativi”⁶⁹. Il fine è quello di permettere al cliente di essere, quanto più possibile, consapevole dell’investimento che sta intraprendendo.

Per garantire l’erogazione di un miglior servizio è necessario, inoltre, che l’impresa d’investimento sia al corrente delle “conoscenze e delle esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti”; solo così essa potrà “raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati” alle esigenze dello stesso⁷⁰. Il fine è quello di valutare la compatibilità dell’eventuale servizio proposto in relazione alla situazione finanziaria del cliente, la tolleranza al rischio e la capacità di sostenere eventuali perdite⁷¹. È fondamentale, inoltre, che “gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell’interesse del cliente”⁷². Qualora il prodotto finanziario non risulti essere adeguato per il cliente, l’impresa di investimento dovrà avvertirlo⁷³.

Nella sezione in esame, viene poi disciplinato il rapporto cliente – impresa di investimento, non soltanto nel momento antecedente alla fase di negoziazione, ma anche durante quest’ultima e nel periodo che la succede. L’impresa di investimento ha il dovere di comunicare al cliente i diritti e gli obblighi delle parti e di indicare le condizioni con cui intende svolgere il servizio al cliente medesimo⁷⁴ nonché motivare la necessità della consulenza prestata, chiarendo come essa possa corrispondere “alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente”⁷⁵. L’impresa di investimento, inoltre, deve fornire supporto continuato in relazione al servizio erogato, attraverso la trasmissione di comunicazioni periodiche; su richiesta dello stesso cliente, essa ha l’obbligo di dimostrare che gli ordini siano stati eseguiti “in conformità della strategia dell’impresa di investimento in materia di esecuzione”⁷⁶.

⁶⁸ v., art. 24 paragrafo 3 della direttiva 2014/65/EU.

⁶⁹ Così, art. 24 paragrafo 4, co. 1 della direttiva 2014/65/EU.

⁷⁰ Cfr., art. 25 paragrafo 2, co.1 della direttiva 2014/65/EU.

⁷¹ *ibidem*

⁷² Cfr. art. 24 paragrafo 2, co. 2 della direttiva 2014/65/EU.

⁷³ v. art. 25 paragrafo 3, co. 2 della direttiva 2014/65/EU.

⁷⁴ Così, art. 25 paragrafo 5.

⁷⁵ Sul punto, art. 25 paragrafo 6, co. 2.

⁷⁶ v., art. 27 paragrafo 8.

Al fine di garantire maggiore trasparenza, l'art. 27 paragrafo 5 impone alle imprese di investimento di comunicare ai clienti informazioni adeguate circa la strategia di esecuzioni degli ordini; prima di procedere in tal senso, tuttavia, è necessario il consenso dello stesso. Anche in questo caso, dunque, l'obiettivo del legislatore è quello di rendere il cliente più consapevole nel rapporto con l'intermediario.

Coloro i quali forniscono servizi di investimento devono agire sempre con il fine di garantire e rispettare l'interesse del cliente, e devono perseguire il raggiungimento del "miglior risultato possibile", tenendo in dovuta considerazione eventuali istruzioni dettate dal cliente stesso⁷⁷. Il miglior risultato possibile, secondo quanto presente nell'art. 27 paragrafo 1, è determinato "in termini di corrispettivo totale, che è costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione"⁷⁸.

In definitiva, la normativa richiede espressamente che le imprese di investimento operino a vantaggio esclusivo del cliente.

Potrebbero verificarsi, però, eventuali conflitti di interesse; essi potrebbero presentarsi in diverso modo e avrebbero come effetto una situazione sfavorevole per il cliente. In particolare, è necessario richiamare le seguenti situazioni, connotate da un conflitto: "realizzare un guadagno finanziario a spese del cliente"⁷⁹, preferire sulla base di incentivi finanziari la cura di interessi di alcuni clienti a discapito di quelli di altri, avere interessi in contrasto con quelli del cliente⁸⁰.

La direttiva MiFID II specifica che gli intermediari sono tenuti a intraprendere misure adeguate, volte a evitare il potenziale conflitto di interessi. In ogni caso, specialmente quando il conflitto d'interessi non può essere evitato, l'intermediario ha l'obbligo di darne idonea comunicazione al cliente.

Le novità introdotte dalla MiFID hanno contribuito a ridurre l'asimmetria informativa⁸¹ intrinseca nel rapporto cliente – intermediario. Essa, infatti, potrebbe causare un duplice problema: nella fase antecedente alla transazione, potrebbe condurre alla c.d. selezione

⁷⁷ Cfr., art. 27 paragrafo 1, co. 1.

⁷⁸ così, art. 27 paragrafo 1, co. 2.

⁷⁹ Mishkin F.S., Eakins S. G., Beccalli E. (2019), Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, Milano, Torino p. 63.

⁸⁰ *ibidem*

⁸¹ L'asimmetria informativa si verifica quando, in uno scambio finanziario uno dei due soggetti non dispone di adeguate e sufficienti informazioni circa la controparte.

avversa, vale a dire la situazione in cui il soggetto che ha maggiori necessità di fondi e che, dunque, si trova in uno stato di maggiore difficoltà economica, tende a richiedere con più insistenza un eventuale finanziamento rispetto ad altri individui che versano in una condizione economica migliore; le probabilità che il soggetto risulti insolvente sono maggiori rispetto a soggetti che hanno meno necessità di finanziamenti. Nella fase successiva alla transazione, invece, l'asimmetria informativa potrebbe causare il c.d. azzardo morale, situazione in cui il prenditore di fondi intraprende azioni troppo rischiose per garantire il rimborso. L'azzardo morale potrebbe essere implementato dal problema c.d. *too big to fail*. Tale espressione indica un approccio prudenziale, per cui le autorità di regolamentazione sarebbero riluttanti a far fallire banche di grandi dimensioni, in forza delle conseguenze che ne deriverebbero a livello finanziario; ciò incentiverebbe le banche ad intraprendere attività più rischiose per ottenere rendimenti maggiori dal momento che lo Stato, pur di evitare un loro fallimento, tenderebbe ad adottare una manovra di salvataggio. Alla luce di ciò è possibile comprendere quanto sia importante la regolamentazione da parte delle autorità pubbliche in tale ambito. Queste ultime, infatti, hanno cercato di ridurre i le criticità sopra esposte, effettuando una serie di interventi, quali obblighi informativi volti ad una sempre maggiore trasparenza, tendenza ad aumentare la centralità dell'interesse del cliente, vincoli più stringenti, requisiti e rigide regole per poter svolgere il ruolo di intermediario finanziario e monitoraggio continuo delle attività poste in essere dalle imprese di investimento, da parte degli organi competenti.

Gli interventi effettuati dalle Autorità inoltre, costituiscono un vantaggio non solo per il consumatore ma hanno dei benefici anche sul mercato finanziario. A tal riguardo, è stato introdotto, nel 1987, il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD); si tratta di un consorzio obbligatorio, riconosciuto dalla Banca d'Italia, con il fine di garantire il deposito dei clienti delle banche fino ad un massimo di 100.000 euro. Ciò riflette l'idea secondo la quale, coloro che hanno un deposito inferiore alla cifra sopra riportata tenderebbero ad essere meno consapevoli circa lo stato di salute della banca; lo squilibrio informativo intermediario – cliente sarebbe, quindi, più elevato, il che comporterebbe la necessità di una maggiore tutela.

Così facendo, i benefici sono riconducibili non soltanto al singolo investitore, il quale avrebbe, appunto, una garanzia sul suo deposito, ma anche al sistema bancario, poiché

sarebbe incentivata – grazie all’assicurazione sui depositi – la mobilitazione di capitale verso le banche.

È doveroso, tuttavia, ricordare che per aumentare ulteriormente la tutela del cliente è necessario, non soltanto una normativa sempre più rigida, ma anche una conoscenza più approfondita della materia da parte del soggetto. I due aspetti devono coesistere e cooperare. Infatti, secondo lo studio condotto dalla Consob nel 2018 sulle famiglie italiane⁸², circa il 40% degli individui non è a conoscenza della presenza del servizio di consulenza e circa il 30% non è disposto a sostenere spese di consulenza. Una bassa richiesta del servizio di consulenza deriva, dunque, dal fatto che gli individui non conoscano l’esistenza di tale servizio oppure, sebbene consapevoli dell’esistenza, ignorino i rischi e gli errori in cui incorrono. Si pensi al fatto che il 65% degli adulti non percepisce il concetto di diversificazione, secondo il quale è più rischioso investire in un’unica attività finanziaria piuttosto che in diverse attività⁸³, oppure al caso dei soggetti *overconfident*, i quali non comprendono che la movimentazione continua del proprio portafoglio, volta a ricercare azioni più redditizie, comporti costi di transazione molto elevati con l’effetto di ridurre notevolmente il rendimento netto del portafoglio⁸⁴.

Quanto trattato dimostra come l’intervento del legislatore sia volto a tutelare in misura sempre maggiore il cliente, con conseguenze positive per quest’ultimo. Tuttavia è necessario sottolineare come ciò non sia sufficiente laddove il cliente non venga affiancato da un minimo livello di alfabetizzazione che gli consenta di avere una consapevolezza, seppur minima, in ambito finanziario.

2.5 Nudge, la spinta gentile

Nel contesto in esame è importante fare riferimento al concetto di *nudge*; letteralmente il termine si traduce con “spinta”, una spinta metaforica verso la scelta più adeguata per l’individuo. Tale aspetto è strettamente connesso al c.d. “paternalismo libertario”.

⁸² Cfr., Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.

⁸³ Sul punto, Klapper L., Lusardi A., van Oudheusden P. (2014), “Financial Literacy Around the World: insights from the Standard & Poor’s ratings services, global financial literacy survey”.

⁸⁴ Sul punto, Capitolo I p. 16

Quest'ultima espressione sta ad indicare un tipo di intervento da parte dello Stato che si colloca tra il "paternalismo" e il "libertarismo". Nel primo caso si ritiene che lo Stato conosca l'interesse dei propri cittadini, ancor più di loro stessi, e per tale ragione debba intervenire energicamente nelle scelte di questi ultimi⁸⁵; l'eventuale intervento, che limiterebbe la libertà di una persona, quindi, sarebbe attuato nell'interesse dell'individuo stesso.

Il termine libertarismo, invece, indica che lo Stato non dovrebbe in alcun modo intervenire nelle scelte dell'individuo; quest'ultimo deve essere sovrano delle proprie decisioni⁸⁶.

Tra i due estremi, si colloca il paternalismo libertario, secondo cui lo Stato dovrebbe aiutare l'individuo a intraprendere la decisione migliore per le sue condizioni, preservando però, la libertà di scelta del soggetto.

Il sistema pensionistico risulta essere fortemente minacciato dall'invecchiamento della popolazione e assume sempre più importanza aderire ai sistemi di previdenza complementare. Oltre ad una maggiore stabilità economica futura, i vantaggi che ne conseguono sono diversi: i premi versati annualmente sono fiscalmente deducibili fino all'importo pari a 5.164,57€⁸⁷; nelle adesioni collettive, il datore di lavoro versa un contributo al proprio dipendente; quest'ultimo, al verificarsi di determinate condizioni, potrà avere accesso ai propri risparmi prima del raggiungimento della quiescenza⁸⁸.

Spesso gli individui, tuttavia, non aderiscono ai piani previdenziali, sia per la necessità di maggiore liquidità nel breve periodo, sia per motivi di inerzia e pigrizia. A tal riguardo, è emblematico il caso del Regno Unito, paese in cui alcuni piani previdenziali, nonostante siano stati interamente finanziati dal proprio datore di lavoro e non abbiano costituito, quindi, un costo per il lavoratore, hanno avuto un'adesione pari al 51%⁸⁹.

Aspetto analogo è stato riscontrato negli Stati Uniti, in cui alcuni lavoratori possono ottenere una sorta di sussidio gratuito a seguito del soddisfacimento di tre requisiti: che il lavoratore abbia un'età maggiore di 59 anni e 6 mesi, la quale consente di non pagare le tasse al momento del ritiro dei fondi dal proprio conto previdenziale; che il datore di lavoro versi

⁸⁵ Ad esempio, il divieto di fumare si collega al concetto di paternalismo.

⁸⁶ Ad esempio, la possibilità di scegliere se indossare o meno il casco si collega al concetto di libertarismo.

⁸⁷ Ai sensi di quanto disposto dal comma 1 lett. e-bis) dell'art. 10 del D.P.R. 22/12/86, 917 alle condizioni e nei limiti di quanto previsto dai commi da 4 a 6 dell'art. 8 del D.Lgs. 5/12/2005, n. 252.

⁸⁸ Sul punto, https://www.covip.it/wp-content/uploads/COVIP-agg_to_MarApr2015.pdf

⁸⁹ Dati forniti dal Department of Work and Pensions del regno Unito a Thaler H.R., Sunstein C.R. (2014), "La spinta gentile", Universale Economica Feltrinelli, Milano p. 117.

contributi integrativi al proprio dipendente; che il lavoratore abbia accesso al fondo previdenziale prima del pensionamento⁹⁰. A seguito di ciò, partecipando al piano pensionistico, l'individuo potrebbe ritirare immediatamente i contributi versati e ottenere, in tal modo, un guadagno, vale a dire l'ammontare versato dal datore di lavoro; si verrebbero a creare, quindi, le condizioni per un arbitraggio.

Nonostante ciò, secondo lo studio condotto da Choi, Laibson e Madrian, circa il 40% delle persone che potrebbero aderire al piano non lo fa, perdendo così un'opportunità di guadagno⁹¹.

Negli Stati Uniti, in media, le persone che non si iscrivono a un piano previdenziale sono circa il 30%⁹², prevalentemente lavoratori giovani, con un livello di istruzione e/o con uno stipendio bassi.

Alla luce delle problematiche descritte, è possibile introdurre il concetto di *nudge* e comprendere come quest'ultimo possa condurre gli individui ad assumere decisioni migliori per loro stessi, garantendo, al contempo, la piena libertà di scelta.

Un primo modo potrebbe essere l'inserimento di adesione di *default*⁹³ ai piani previdenziali. L'acquisizione del diritto di partecipare all'eventuale piano implicherebbe l'adesione automatica al piano stesso. In tal modo, laddove l'individuo non volesse prenderne parte dovrebbe esplicitamente richiederlo. Studi condotti al riguardo⁹⁴ dimostrano come il numero di partecipanti ai piani di risparmio cresca sensibilmente a seguito dell'introduzione dell'adesione automatica.

Gli economisti Madrian e Shea⁹⁵ hanno individuato la percentuale di persone che partecipano ai piani previdenziali prima e dopo l'opzione di *default*; a distanza di tre e trentasei mesi dall'inizio del lavoro, le persone che partecipavano ai piani di risparmio, prima dell'adesione automatica, erano rispettivamente 25% e 65%, contro il 90% e il 98% a seguito

⁹⁰ v., Thaler H.R., Sunstein C.R. (2014), "La spinta gentile", Universale Economica Feltrinelli, Milano p. 117.

⁹¹ Così, Choi J., Laibson D., Madrian B. (2004), "\$100 Bills on the Sidewalk: Violations of No-Arbitrage in 401(k) Accounts", Working Paper, University of Pennsylvania.

⁹² Secondo quanto rilevato, nel 2006, da Investment Company Institute.

⁹³ Sul punto, Thaler H.R., Sunstein C.R. (2014), "La spinta gentile", Universale Economica Feltrinelli, Milano p. 118.

⁹⁴ Al riguardo Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2001) "For Better or For Worse: Default Effects and 401(k) Savings Behavior" in NBER Working Paper n. 8651 e v., Madrian B. C., Shea D. F. (2001), "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior" in Quarterly Journal of Economics, pp. 1149-1225.

⁹⁵ v., Madrian B. C., Shea D. F. (2001), "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior" in Quarterly Journal of Economics, pp. 1149-1225.

della partecipazione di *default*. Gli studi dimostrano chiaramente un consistente aumento dei partecipanti. Bisogna sottolineare, tuttavia, come quest'ultimo possa, in parte, essere dovuto alla pigrizia e all'inerzia, che portano gli individui a non disdire il piano previdenziale anche laddove essi preferiscano non parteciparvi, la stessa pigrizia e la stessa inerzia che accomunano parte degli investitori a non partecipare ai piani di risparmio anche quando costituiscono un vantaggio, come nei casi che hanno riguardato gli Stati Uniti e il Regno Unito, in precedenza esaminati.

Un ulteriore studio⁹⁶, condotto sulla partecipazione di *default* ai piani previdenziali, ha evidenziato come, a distanza di 12 mesi dall'adesione al piano di risparmio come opzione automatica, solo il 4,5 % in più decide di annullarlo e rinunciarvi, rispetto a quando il piano previdenziale non era automatico. Quanto analizzato dimostra come, seppur l'inerzia possa portare alcuni soggetti a non annullare il piano previdenziale automatico, ciò avverrà in misura minore rispetto a coloro che, per la stessa inerzia, tendono a non partecipare al piano di risparmio. In quest'ultimo caso si raggiungerebbe, dunque, un maggiore beneficio per il singolo e, più in generale, per la collettività.

Un'altra tipologia di pungolo può essere quella di obbligare il lavoratore a decidere se partecipare o meno al piano previdenziale. Gli studiosi Thaler e Sunstein⁹⁷ fanno riferimento al fatto che l'impresa, per costringere il proprio dipendente a decidere, potrebbe ritardare il pagamento dello stipendio fin quando egli non compili un modulo in cui indicare espressamente la propria volontà di partecipare o meno al piano previdenziale. Questo potrebbe costituire un incentivo per il lavoratore ad affrontare la questione della pensione. Secondo uno studio⁹⁸, la partecipazione ai piani di risparmio è maggiore di circa il 25 % in quelle aziende in cui i lavoratori sono stati obbligati a decidere se parteciparvi o meno. Ciò indica che un grande numero di persone opta di non intraprendere un piano di risparmio, non per problemi di basso livello di reddito, ma perché spinto da inerzia e pigrizia. Sempre nello stesso studio condotto da Carrol *et al.*, è emerso che laddove l'azienda presenti ai propri

⁹⁶ Sul punto, Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2004) "Saving for Retirement on the Path of the Least Resistance" in Behavioral Public Finance.

⁹⁷ Così, Thaler H.R., Sunstein C.R. (2014), "La spinta gentile", Universale Economica Feltrinelli, Milano p. 119.

⁹⁸ Cfr., Carrol D., Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2005), "Optimal Defaults and Active Decisions" in NBER Working Paper n. 11074.

dipendenti, un'adesione semplificata ai piani previdenziali⁹⁹, quest'ultima aumenti circa dal 9% al 34%.

Le iniziative intraprese dai governi, sia in Europa che nel resto del mondo, sono state molteplici e tutte orientate verso il medesimo obiettivo: aumentare la partecipazione dei lavoratori ai piani previdenziali tramite adesione automatica, salvo nei casi in cui essi abbiano espresso la volontà di non aderirvi.

Tra i primi Stati ad intraprendere questa strada vi sono gli Stati Uniti. Nel 2006, è stato approvato il *Pension Protection Act*, il quale ha apportato riforme ai sistemi pensionistici statunitensi; tra queste, l'adesione automatica ai piani previdenziali e l'introduzione di incentivi alle aziende che versino contributi integrativi ai propri lavoratori.

Anche la Nuova Zelanda, nel 2007, ha introdotto il piano previdenziale denominato *KiwiSaver*. Quest'ultimo, con il fine di aumentare il numero di partecipanti ai piani di risparmio, ha introdotto incentivi economici a parteciparvi e ha imposto l'adesione di *default*.

Il Regno Unito, invece, un anno dopo rispetto la Nuova Zelanda, ha introdotto il *Pension Act*, un atto parlamentare che ha introdotto la partecipazione automatica ai sistemi pensionistici¹⁰⁰.

A seguito di questi provvedimenti, l'adesione avviene di *default*, senza la necessità che il lavoratore si adoperi attivamente per aderirvi. Sarà, invece, necessario adoperarsi attivamente per poter rifiutare la partecipazione.

È stato riconosciuto, quindi, da parte dei vari Stati, il beneficio di risparmiare maggiormente, garantendo una situazione economica più agiata dopo il pensionamento. In questo modo, inoltre, lo Stato è intervenuto in tutela di quegli individui che focalizzavano la gestione del proprio reddito solamente nel breve periodo.

Tali riforme, adottate nei vari Paesi, rappresentano un tipico esempio di *nudge*; l'individuo, infatti, è spinto verso la scelta migliore – aderire ad un piano pensionistico – ma può liberamente scegliere di sottrarsi, mantenendo intatto il libero arbitrio.

⁹⁹ Necessario solo firmare un modulo senza che il lavoratore si preoccupi della costruzione di un portafoglio o di decidere il saggio di risparmio poiché essi sono già predefiniti.

¹⁰⁰ Per un approfondimento: "IESS - Improving Effectiveness in Social Security, UK country report" (2015) in partecipazione con Fondazione Giacomo Brodolini, MEF – Ministero dell'Economia e delle Finanze, INPS, Center for economic e social Inclusion, http://www.fondazionebrodolini.it/sites/default/files/uk_country_report.pdf

2.6 Conclusioni

Nonostante il dibattito che ha interessato l'utilità dell'educazione finanziaria sia tutt'oggi acceso – vista la difficoltà di individuare quanto essa possa servire all'individuo – bisogna evidenziare l'impossibilità per quest'ultimo di raggiungere una piena consapevolezza dell'investimento che intende intraprendere, laddove non sia in possesso di una conoscenza basilica della materia. L'educazione finanziaria quindi, dovrebbe essere uno strumento per permettere all'individuo di comprendere meglio le dinamiche, siano esse finanziarie oppure prettamente decisionali, che governano il campo della finanza. È in questo senso che l'educazione finanziaria costituisce un aspetto fondamentale per poter avere cognizione di causa nel rapporto con il proprio intermediario. Il fine non deve essere quello di permettere all'individuo di intraprendere investimenti in modo del tutto autonomo, ma quello di garantirgli una conoscenza più approfondita degli strumenti a propria disposizione, per soddisfare le necessità personali. Sarà poi lo Stato, con interventi rigidi e mirati, ad affiancare all'individuo dei professionisti che possano condurlo ad investimenti efficienti e consoni alle esigenze e agli interessi del cliente.

Risulta complesso il raggiungimento di risultati significativi, laddove i due elementi – educazione finanziaria del singolo e interventi da parte delle Autorità – non siano ugualmente e contemporaneamente presenti.

È necessario, quindi, una forte cooperazione tra l'educazione finanziaria e gli interventi da parte dello Stato affinché si ottengano benefici, *in primis* del singolo, *in secundis* della collettività nel suo insieme.

Capitolo III: indagine empirica sulle scelte d'investimento delle famiglie italiane

3.1 Introduzione

L'analisi effettuata nei capitoli precedenti, che ha riguardato gli aspetti principali della finanza comportamentale, rappresenta un'utile base teorica che consente di comprendere al meglio l'indagine empirica, oggetto del presente capitolo. Nel corso di quest'ultimo, si cercherà di capire e analizzare in maniera approfondita eventuali relazioni tra quanto indagato nel corso dei capitoli precedenti. L'attenzione sarà posta sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, sì da comprendere eventuali abitudini, predisposizioni o possibili analogie che caratterizzano il comportamento dell'investitore italiano in generale.

I dati e le informazioni di seguito utilizzati, fanno riferimento alle survey condotte dalla Consob. Quest'ultima, infatti, dal 2015 al 2019, ha pubblicato diversi rapporti annuali che hanno analizzato le scelte finanziarie delle famiglie italiane, con particolare attenzione alle macro-tendenze di ricchezza e risparmio delle famiglie, alle competenze finanziarie e al loro comportamento. Il campione analizzato risultava composto nei primi tre anni – 2015, 2016, 2017 – da 2500 famiglie, nel 2018 da 1601 famiglie, mentre nel 2019 il campione risultava pari a 3058 famiglie.

In primis, verranno indagate le attitudini individuali, con il fine di cogliere eventuali aspetti che si ripetono con una certa costanza negli individui. Successivamente, verranno individuate le competenze finanziarie che contraddistinguono le famiglie; lo scopo è quello di comprendere quale sia la reale consapevolezza che accompagna gli individui quando intraprendono investimenti e se nel corso degli anni ci siano state significative variazioni. Sarà posta l'attenzione al rapporto con la consulenza, per indagare le cause che portano un maggiore o un minore numero di individui a usufruirne. Verrà, poi, condotta un'attenta analisi sul *financial control*, quale pianificazione adeguata alle esigenze delle famiglie e si terrà conto sia delle necessità a breve termine che di quelle a lungo termine. Infine, si farà riferimento al risparmio e agli investimenti delle famiglie italiane e si cercherà di comprendere le motivazioni che hanno condotto ad un aumento del risparmio negli ultimi quindici anni e le cause che hanno determinato un incremento del circolante.

L'analisi condotta, dunque, ha il fine di evidenziare la conoscenza e le propensioni degli investitori italiani *retail* in ambito finanziario, in relazione alle scelte di portafoglio che essi compiono, nonché di indagare i processi decisionali che sottendono le proprie scelte.

3.2 Attitudini individuali

Nell'analisi degli investimenti delle famiglie italiane, effettuate nel corso di diversi anni, è emerso come gli individui possiedono particolari attitudini che si presentano con una certa costanza nella popolazione.

Tra queste, senz'altro, deve essere presa in considerazione la c.d. contabilità mentale. Nel corso degli anni 2015-2019, si evidenzia che gli individui risultano inclini a quest'ultima.

La questione che è stata sottoposta agli intervistati era affermare quali scelte, assumendo più rischio, sarebbero stati disposti a compiere per migliorare i rendimenti del proprio portafoglio. In base alle risposte fornite, si potevano assumere due approcci differenti: il primo era un approccio di portafoglio che si verificava nei casi in cui l'intervistato dava come risposta “assumerei molto più rischio con tutti i miei soldi” oppure “assumerei un po' più rischio con tutti i miei soldi”; il secondo approccio, invece, era caratterizzato da un'attitudine verso la contabilità mentale e si verificava nei casi in cui gli intervistati rispondevano “assumerei molto più rischio con parte dei miei soldi” oppure “assumerei un po' più rischio con parte dei miei soldi”¹⁰¹.

La maggior parte del campione è risultata incline alla contabilità mentale; in particolare, dal 2016 al 2019, si è verificato un leggero aumento degli individui che vi sono propensi¹⁰².

¹⁰¹ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2016), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob, p. 19; Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob, p. 22.

¹⁰² Risulterebbe fuorviante, ai fini dell'indagine, riportare una percentuale specifica per l'anno 2016, dal momento che il campione, nel rispondere al quesito, aveva un'opzione in più rispetto a quelle fornite nel 2019. Infatti, circa il 70% degli intervistati ha scelto quest'ultima, indicando “non vorrei assumere maggiore rischio”. Nonostante ciò, si potrebbe comunque giungere ad affermare che la percentuale di coloro che sono inclini alla contabilità mentale sia aumentata nel tempo, dal momento che, analizzando il grafico del 2016 e quello del 2019, si nota che: nel 2016, coloro che hanno risposto “assumerei un po' più rischio con tutti i miei soldi” sono in misura leggermente maggiore rispetto a chi ha risposto “assumerei molto più rischio con parte dei miei soldi”; nel 2019, invece, si è verificato il contrario.

È doveroso precisare che una puntuale rappresentazione della situazione si sarebbe potuta verificare solo nel caso in cui, in entrambi gli anni, ci fossero state le medesime opzioni di risposta.

Essa è stata anche dimostrata dagli psicologi Daniel Kahneman e Amos Tversky, attraverso un noto studio¹⁰³ che ha evidenziato tale propensione da parte degli individui. Rispetto a tale esito, sono risultati coerenti i dati emersi dalle survey della Consob, con particolare riferimento all'anno 2019, nel corso del quale è stato registrato l'80% del campione come incline alla contabilità mentale.

Si è cercato di indagare le ragioni che sottendono la propensione alla contabilità mentale. Sul punto, l'economista e psicologo Hebert Simon¹⁰⁴ sosteneva che tale propensione fosse direttamente collegata a una caratteristica intrinseca dell'essere umano, la razionalità limitata. Gli individui, dunque, cercherebbero non sempre le soluzioni ottimali ai relativi problemi ma, spesso, si accontenterebbero di soluzioni più rapide, seppure non le migliori, ma comunque adeguate alle proprie problematiche¹⁰⁵. Il motivo per il quale tali errori cognitivi sono ampiamente diffusi tra la popolazione risiede nella razionalità limitata che caratterizza ciascun individuo.

Rispetto a quanto detto, si potrebbe fare ricorso ad un processo di *debiasing*, così da ridurre la percentuale interessata. Tuttavia, come analizzato in precedenza¹⁰⁶, i processi di *debiasing* risultano, ad oggi, fortemente dibattuti circa la loro effettiva utilità. Inoltre, la consapevolezza dell'errore commesso, non necessariamente porta l'individuo a non commetterlo in futuro. Ciò rende estremamente complesso un decremento di dimensioni rilevanti nel breve periodo.

Una seconda attitudine, tipica delle famiglie italiane, può essere rinvenuta nell'avversione al rischio. In particolare, quest'ultima sembrerebbe avere un forte legame con la situazione economica delle famiglie italiane.

Considerando il periodo che va dal 2016 al 2019, il 70% del campione esaminato dichiarava di essere avverso al rischio. Tale percentuale è aumentata fino al 2018, anno in cui risultava pari al 78% degli intervistati, mentre è diminuita fino al 75% nel 2019.

Per i grafici, cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2016), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 19 e Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 22.

¹⁰³ Cfr., Kahneman D., Tversky A. (1983), "Choices, Values and Frames" in *American Psychologist*, Vol.39, n.4.

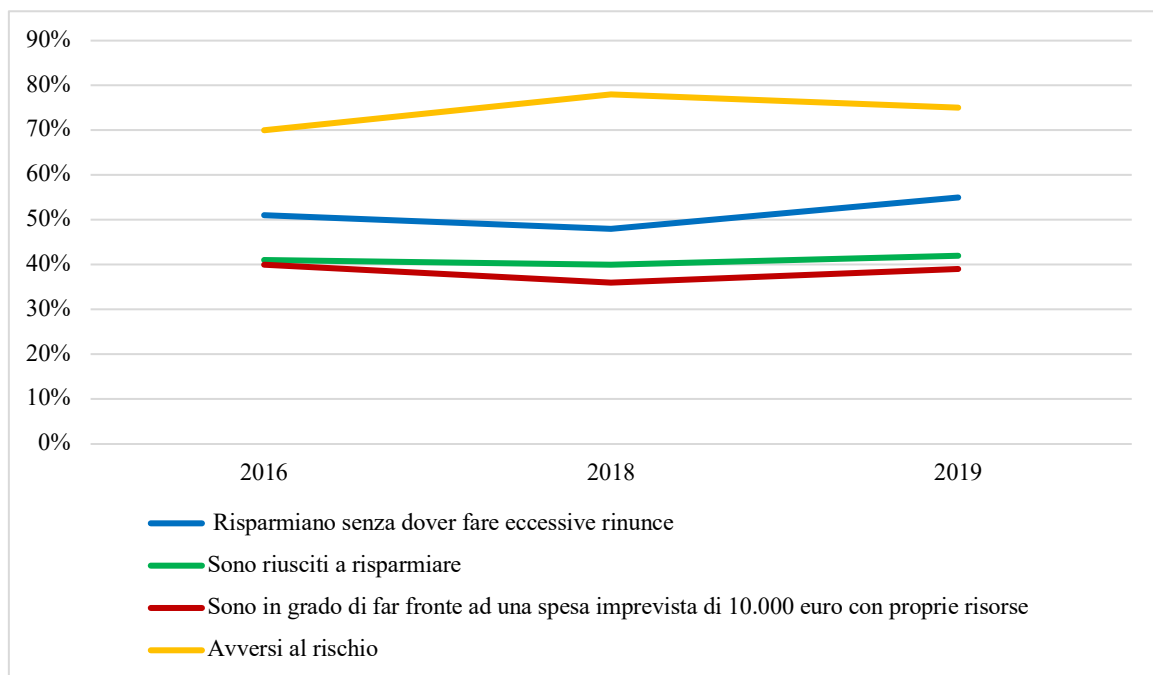
¹⁰⁴ L'economista nonché psicologo Herbert Simon vinse il premio Nobel per l'economia nel 1978 per aver apportato importanti cambiamenti in tema di *organizational decision making*.

¹⁰⁵ v., Manetti L. (2002), "Psicologia sociale", Carocci editore, Roma, p. 64.

¹⁰⁶ Sul punto v., Cap. II, paragrafo 2.2.

Esaminando, poi, il livello e la capacità di risparmio delle famiglie italiane, si evidenziano tre aspetti differenti¹⁰⁷: (I) in merito a coloro che riescono a risparmiare senza eccessive rinunce, si è verificato un decremento pari al 3% tra il 2016 e il 2018 e un incremento del 7% nel 2019 rispetto al 2018¹⁰⁸; (II) circa la percentuale delle famiglie che sono riuscite a risparmiare, nel 2018, si è registrata una riduzione pari all'1% rispetto al 2016, mentre nel 2019, è stato registrato un incremento del 2% rispetto al 2018¹⁰⁹; (III) nel 2016, il 40% delle famiglie ha dichiarato di poter far fronte a una spesa imprevista di 10.000 euro avvalendosi esclusivamente di proprie risorse, mentre nel 2018 la percentuale è stata pari al 36%, contro il 39% del 2019¹¹⁰.

Figura 3.1 – Possibile correlazione condizioni economiche-avversione al rischio¹¹¹



Dati elaborate dall'autore sulle informazioni ricavate da "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, del 2016, 2018 e 2019

¹⁰⁷ I dati sono stati raccolti con lo studio di Acri-Ipsos "Gli italiani e il risparmio", condotto su 1000 famiglie italiane. È interessante notare come lo scenario emerso da tale indagine sia molto simile a quello evidenziato dalla survey condotta dalla Consob nel 2019.

Sul punto, https://www.acri.it/upload/FondazioniOnline/file/Ricerca_Nota.pdf

¹⁰⁸ Cfr., Acri-Ipsos (2019), "Gli italiani e il risparmio", indagine annuale, 19ª edizione p. 32.

¹⁰⁹ Cfr., Acri-Ipsos (2019), "Gli italiani e il risparmio", indagine annuale, 19ª edizione p. 33.

¹¹⁰ Cfr., Acri-Ipsos (2019), "Gli italiani e il risparmio", indagine annuale, 19ª edizione p. 37.

¹¹¹ Dal momento che non sono presenti dati circa l'avversione al rischio del 2017 si è deciso di trascurare, nella rappresentazione grafica, tale anno.

Il grafico mostra come al diminuire delle capacità di risparmio e della situazione economica aumenti l'avversione al rischio, mentre all'aumentare delle prime essa si riduca.

È doveroso precisare, tuttavia, che la propensione al rischio non sempre è guidata da aspetti puramente logico-matematici e probabilistici. Nella gran parte dei casi, infatti, prevalgono considerazioni di tipo soggettivo, che portano l'individuo ad essere avverso al rischio in misura maggiore o minore rispetto ad un altro. Sono, infatti, diversi gli studi che hanno dimostrato come la percezione del rischio e la conseguente decisione dipenda sia da tratti personali¹¹² che da aspetti emotivi¹¹³.

L'aspetto importante che emerge dal grafico è che l'avversione al rischio tenderebbe a diminuire al migliorare delle condizioni economiche del soggetto. Questo concetto è strettamente collegato a quanto evidenziato da Bernoulli, il quale ha affermato che le decisioni degli individui dipendono più da aspetti soggettivi, come l'interesse personale o l'utilità percepita. Quest'ultima, in particolare, dipende dalle personali percezioni dell'individuo, il quale, sulla base delle proprie esigenze e priorità, può assegnare un valore che non corrisponde a quello assegnato da un soggetto diverso, le cui necessità potrebbero differire nettamente¹¹⁴.

In considerazione di quanto esaminato, è opportuno ritenere che l'avversione al rischio potrebbe dipendere dalle capacità economiche dei singoli individui; senz'altro, dunque, a parità d'investimento, l'avversione al rischio si riduce all'aumentare della ricchezza disponibile.

Una maggiore stabilità finanziaria e facilità a risparmiare, quindi, potrebbe aver condotto ad una percezione di ricchezza maggiore rispetto all'anno precedente e conseguentemente potrebbe costituire la causa del decremento che si è verificato in rapporto alla propensione al rischio.

¹¹² Sul punto, Zucherman M. (1978), "The search for high sensation" in *Psychology Today*, p. 38-99; Wong A., Carducci B. (1991), "Sensation seeking and financial risk-taking in everyday money matters" in *Journal of Business and Psychology*, pp. 518-530.

¹¹³ v., Lewinsohn S., Mano H. (1993), "Multi-attribute choice and affect: The influence of naturally occurring and manipulated moods on choice processes" in *Journal of Behavioral Decision Making*, pp. 33-51; Luce M., Bettman J., Payne J. (1997), "Choice processing in emotionally difficult decision" in *Journal of Experimental Psychology: Learning Memory and Cognition*, pp. 384-405.

¹¹⁴ Così, Bernoulli D. (1954), "Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk" in *Econometria*, Vol. 22, pp. 22-26.

Un dato interessante è rappresentato dal fatto che gli individui *over 65* risultano essere maggiormente avversi al rischio; ciò potrebbe collegarsi al fatto che essi propendano verso una maggiore salvaguardia dei propri risparmi, piuttosto che verso investimenti ad alto rischio.

3.3 Competenze finanziarie

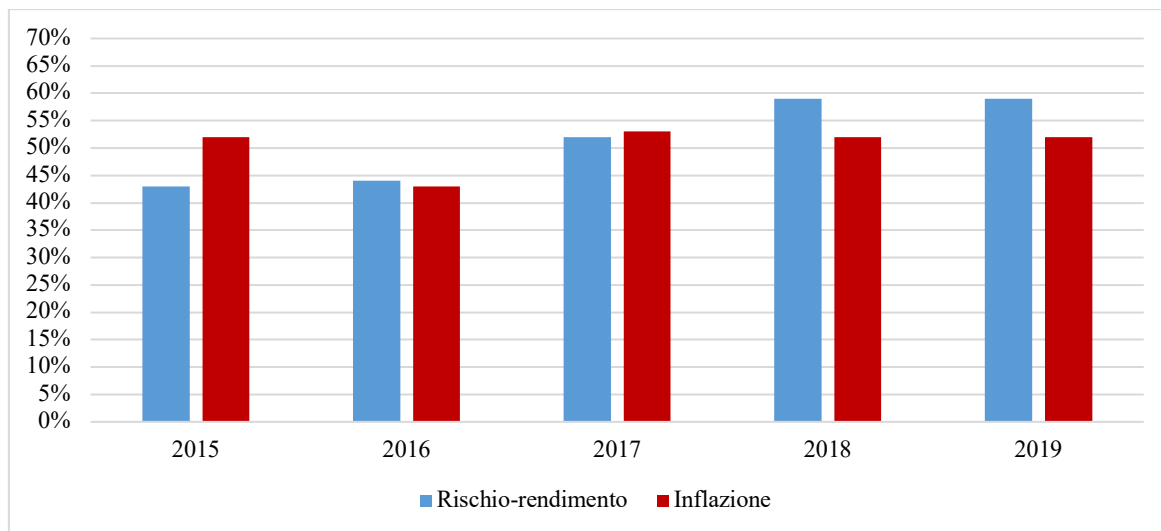
Un individuo, per effettuare un investimento finanziario consapevole, dovrebbe possedere delle conoscenze logico-matematiche nonché avere nozione di alcuni aspetti basilari del mondo finanziario. Tali competenze, infatti, garantirebbero all'investitore cognizione di causa nelle attività che lo stesso porrebbe in essere.

Infatti, un individuo che non dovesse conoscere e cogliere concetti quali l'inflazione, la diversificazione o non fosse in grado di determinare un interesse semplice, difficilmente sarebbe conscio degli investimenti intrapresi, per suo conto, da un dall'intermediario finanziario al quale ha affidato i propri risparmi

In ordine alle nozioni basilari della materia finanziaria, le survey della Consob hanno dimostrato come gli individui consapevoli di concetti, quali il *trade off* rischio-rendimento e l'inflazione, negli ultimi cinque anni, siano stati il 40% e il 60% del campione esaminato.

I risultati di tali indagini hanno evidenziato come si sia registrato, di anno in anno, un aumento del numero di individui consapevoli del concetto rischio-rendimento, ad esclusione del 2019, anno in cui il numero è rimasto invariato rispetto al 2018. Invece, la comprensione di concetti inflazionistici risulta non essere in aumento e registrare una variazione nulla dal 2015 al 2019.

Figura 3.2 – Conoscenze finanziarie



Dati elaborate dall'autore sulle informazioni ricavate da "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, del 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019

I due aspetti appena esaminati costituiscono gli argomenti maggiormente conosciuti dalla popolazione e presentano una media di risposte corrette superiore al 50%, ad esclusione del 2015 e del 2016.

Cercando di indagare i fenomeni che possono determinare un incremento nel numero di individui a conoscenza di determinate tematiche finanziarie, è necessario richiamare due aspetti molto importanti: da un lato si fa riferimento a un processo di educazione, il cui corso risulta essere particolarmente lento e costante nel tempo e che aiuterebbe l'individuo a costruire un proprio bagaglio finanziario; dall'altro, invece, vi sono alcuni fenomeni, quali i c.d. *shock* economici, che non soltanto catturano l'interesse dei *mass media* e portano questi ultimi a parlarne, stimolando la curiosità delle persone, ma creano anche la necessità da parte della popolazione di informarsi sì da confrontarsi con il fenomeno stesso.

Circa il rapporto che sussiste tra *shock* economico e maggiore conoscenza del fenomeno finanziario, è significativo il dato emerso dallo studio condotto da Standard & Poor's, che ha riguardato diversi Paesi. Tra questi, è emerso che l'Argentina registra una conoscenza del concetto di inflazione particolarmente alta, pari al 65% della popolazione; si evidenzia, poi, che tale Paese ha vissuto diversi fenomeni iperinflazionistici – nel 1989, il più importante

nel 1991 e anche più recentemente nel 2019¹¹⁵. Si potrebbe ritenere, dunque, che la maggiore conoscenza, riscontrata nella popolazione circa il concetto di inflazione, dipenda in via diretta dai fenomeni vissuti. Infatti, le conoscenze del popolo argentino registrano una sensibile riduzione laddove si considerino ulteriori concetti finanziari, quali il rendimento, la diversificazione e l'interesse composto; in questi casi, infatti, la percentuale scende al 28%¹¹⁶.

A fronte di quanto esposto, pertanto, è indicativo il dato registrato in Italia nell'ultimo decennio. Infatti, nel corso di tale periodo, l'inflazione media italiana è stata pari all'1,2% annuo¹¹⁷, mentre la variazione della conoscenza in merito al fenomeno in esame, dal 2015 al 2019, è stata del tutto nulla. In questo caso, dunque, l'assenza di *shock* economici non ha portato ad alcun aumento di conoscenza, la quale, quindi, è dipesa in via esclusiva da un eventuale processo di educazione finanziaria, percorso particolarmente lento per poter registrare aumenti significativi in così poco tempo.

L'altro concetto finanziario, richiamato nella figura 3.2, è il rischio-rendimento. Le conoscenze in merito a tale argomento risultano accresciute negli ultimi anni.

Per comprendere meglio tale fenomeno è possibile richiamare il concetto di *spread*¹¹⁸, di grande interesse, in Italia, da parte dell'opinione pubblica e degli investitori *retail*. In particolare, il rischio-rendimento è insito nel concetto di *spread btp-bund*; se i *btp* italiani presentano una rischiosità maggiore, rispetto ai *bund* tedeschi, anche il loro rendimento sarà maggiore rispetto a quello dei *bund*. Lo *spread btp-bund*, dunque, va a cogliere la differenza del rischio-rendimento tra i due titoli. La variazione dello *spread* si collega strettamente a due fattori: da un lato, alle manovre finanziarie che il governo pone in essere annualmente; dall'altro, agli interessi dei titoli di Stato, i quali risultano tra i prodotti finanziari posseduti in misura maggiore dalle famiglie italiane, nell'ultimo quindicennio¹¹⁹.

¹¹⁵ L'Argentina, nel 2019, è stata il quarto paese con il livello di inflazione più alto, pari al 58%. Sul punto, Indec, istituto nazionale di statistica argentino. <https://www.indec.gob.ar/>

¹¹⁶ Così, Klapper L., Lusardi A., van Oudheusden P. (2014), "Financial Literacy around the World: insights from the Standard & Poor's ratings services, global financial literacy survey".

¹¹⁷ v., ISTAT - Istituto Nazionale di Statistica.

¹¹⁸ Lo *spread* rappresenta la differenza fra la quotazione di due titoli.

¹¹⁹ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob p. 24; Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2016), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 22; Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 37.

Il frequente cambiamento del valore dello *spread*, registrato negli ultimi anni, potrebbe avere incrementato nella popolazione l'interesse e la necessità di confrontarsi con tale fenomeno economico e potrebbe avere generato, di conseguenza, un aumento della conoscenza del concetto rischio-rendimento.

È possibile, poi, prendere in considerazione il concetto di *overconfidence*, in riferimento al quale, nell'ultimo quinquennio, non è stato registrato un aumento significativo. Nel 2015, il livello di *overconfidence* presentava un valore del 30%¹²⁰ circa, mentre nel 2019 presentava un valore pari al 28%¹²¹. Analizzando nello specifico aspetti come l'inflazione, la diversificazione o il rischio-rendimento, si evince che nell'ultimo triennio il *mismatch* tra conoscenze percepite e conoscenze reali non è variato; il 34% del campione continua ad avere una percezione errata delle proprie conoscenze.

Il dato che mostra come una persona su tre abbia una tendenza a distorcere le conoscenze percepite da quelle reali potrebbe risultare sinonimo di una bassa conoscenza finanziaria. Alla base, vi è l'idea per cui, colui che mostra un certo livello di distorsione delle proprie conoscenze e competenze in ambito finanziario non sarebbe pienamente conscio del significato e del contenuto delle stesse.

Diretta conseguenza della non riduzione del livello di *mismatch* presente nel campione, dunque, sarebbe un'immutata variazione dell'alfabetizzazione finanziaria.

In conclusione, le conoscenze finanziarie delle famiglie italiane non risultano aumentate significativamente nel corso degli anni e seppure il concetto rischio-rendimento ha presentato un leggero *trend* di miglioramento, questo potrebbe essere ricondotto ad una migliore comprensione confinata allo stesso e non ad un aumento generale delle conoscenze. Ulteriori elementi che mostrano come il livello di alfabetizzazione finanziaria medio non sia elevato sono emersi dalle survey condotte dalla Consob sulla popolazione italiana, nel corso di diversi anni.

Nel 2015, il 67% del campione non è stato in grado di comprendere quanti soldi ci sarebbero stati su un conto corrente a distanza di un anno, ipotizzando un deposito iniziale di 100 euro, un tasso di interesse annuo pari al 2% e l'assenza di eventuali costi o di ulteriori prelievi o

¹²⁰ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 19.

¹²¹ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 26.

depositi¹²². Ciò ha dimostrato, quindi, la difficoltà da parte del campione a calcolare un interesse semplice e a padroneggiare capacità logico-matematiche basiche e fondamentali per intraprendere investimenti finanziari.

Sullo stesso filone, si evidenzia come, nel 2018, il 77% del campione non è stato in grado di determinare in modo approssimativo quante volte sarebbe uscito un numero pari, a seguito di 1000 lanci di un dado a sei facce¹²³, dimostrando così scarsa comprensione di fenomeni statistici che costituiscono, tuttavia, un aspetto fondamentale per comprendere al meglio i concetti finanziari.

Nel 2019, invece, il 54% del campione non è stato in grado di rispondere correttamente al seguente quesito: “immagini di dover chiedere a prestito 100 euro. Quale sarebbe la somma più bassa da restituire?”. Le possibili risposte erano 1) “105 euro”; 2) “100 euro più il 3% di 100 euro”; 3) “Non saprei”; 4) “Preferisco non rispondere”¹²⁴. Solo il 46% ha scelto l’opzione corretta, vale a dire la numero 2; l’11%, invece, ha risposto “105 euro”; il 31% del campione ha dichiarato di non conoscere la risposta. Più della metà del campione non è riuscita, dunque, a calcolare un interesse semplice.

I tre casi esaminati, seppure abbiano tutti riguardato aspetti logico-matematici, presentano alcune differenze intrinseche.

Prendendo in considerazione gli studi svolti nel 2015 e nel 2019, seppure entrambi i quesiti avessero come presupposto la capacità di calcolare un interesse semplice, ciò che li differenziava risiedeva nella modalità con cui gli intervistati potevano dare la propria risposta; infatti, nel primo caso si trattava di una risposta aperta, mentre nel secondo di una scelta a crocette. È possibile, dunque, che il tipo di risposta abbia influenzato il singolo intervistato e, in alcuni casi, lo abbia portato a non rispondere. La domanda fornita nel 2018, invece, non può essere comparata alle altre due, dal momento che concerne calcoli e ragionamenti differenti.

¹²² Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob, p. 17.

¹²³ Cfr., Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob, p. 20.

¹²⁴ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob, p. 27

Questi tre esempi, dunque, seppur difficilmente comparabili tra loro, dimostrano come il livello di alfabetizzazione finanziaria, a distanza di anni, continui a rimanere ancora molto basso tra gli investitori italiani.

3.4 La consulenza

Come analizzato in precedenza nel capitolo in esame¹²⁵, non sempre gli investitori *retail* possiedono una piena consapevolezza degli investimenti da intraprendere. In tali casi, l'intervento da parte di esperti, in grado di curare gli interessi degli individui e di guidare gli stessi verso investimenti consapevoli e coerenti con le relative necessità, risulta essere di fondamentale importanza.

La richiesta di consulenza da parte degli investitori *retail* ha presentato, nell'ultimo quinquennio, un significativo *trend* positivo. Infatti, nel 2015, prima di intraprendere una scelta finanziaria, soltanto il 22% degli investitori si affidava al parere degli esperti¹²⁶. Tale percentuale, successivamente, ha registrato un aumento costante fino al 2019, anno in cui il 36% degli individui ha scelto di farsi assistere da un professionista nell'intraprendere un investimento finanziario¹²⁷.

Per riuscire a comprendere le possibili cause che si trovano alla base di tale *trend* positivo, è necessario ripercorrere alcuni importanti avvenimenti che hanno segnato l'evoluzione del mercato finanziario e della disciplina dei suoi intermediari. Infatti, il verificarsi di alcuni scandali e di molteplici crisi finanziarie potrebbe aver portato gli investitori ad un allontanamento dal mercato finanziario e dagli intermediari; tra questi, gli scandali dei prodotti finanziari *my way* e *for you* di Monte dei Paschi di Siena¹²⁸ e la collocazione delle

¹²⁵ Sul punto, v., Cap. III paragrafo 3.3.

¹²⁶ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 28.

¹²⁷ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 38.

¹²⁸ I prodotti finanziari *my way* e *for you* consistevano nella concessione di un mutuo a favore del cliente, che doveva essere rimborsato attraverso rate mensili. La peculiarità del prodotto risiedeva nel fatto che il mutuo doveva essere utilizzato per l'acquisto di titoli, tra cui titoli della stessa banca, il che realizzava un conflitto di interessi; in forza di ciò, risultava obbligatoria l'apertura di un conto titoli e di un conto corrente presso la banca erogante. Tali strumenti finanziari registravano, tuttavia, un rendimento medio decisamente inferiore rispetto al tasso di interesse da pagare sul mutuo. In questo modo, il cliente finiva per realizzare una sicura perdita. Sul punto, Cafaro R., Tanza A. (2006), "Le tutele nei rapporti con la banca", Halley, Camerino, p. 10-18.

obbligazioni Parmalat S.p.A. nel mercato finanziario da parte delle banche¹²⁹, la bolla finanziaria del c.d. Dotcom, la crisi finanziaria 2007-2009, la crisi del debito sovrano 2010-2011, hanno spinto i singoli individui ad avere meno fiducia nel mercato finanziario e negli intermediari, i quali avevano dimostrato di non agire sempre nell'interesse del cliente.

Quanto accaduto, ha portato le Autorità competenti a porre in essere una serie di interventi volti ad aumentare l'efficienza dei mercati finanziari, a rafforzare la concorrenza, nonché a incrementare il livello di fiducia da parte degli investitori *retail*. Le disposizioni varate sono state diverse e hanno avuto il fine di aumentare la tutela del consumatore e la partecipazione dello stesso al mercato. A tale riguardo, si può richiamare il D.L. n. 237/2016, il quale, con l'obiettivo di tutelare il risparmio nel settore creditizio, si fonda sul presupposto per cui l'intermediario deve perseguire un'attività di gestione sana e prudente; vi è, poi, la direttiva MiFID II¹³⁰, entrata in vigore nel 2018, con il fine di garantire una maggiore tutela del consumatore e di aumentare la trasparenza; infine, è necessario richiamare i due accordi noti come Basilea 3 e Basilea 4 (quest'ultimo entrato in vigore nel 2019), i quali, disciplinando l'attività bancaria, sono volti a rafforzare la solidità della banca, ad evitare che eventuali crisi si propaghino nell'economia reale e ad arricchire il patrimonio di vigilanza, così da fornire maggiore stabilità alla banca stessa e conseguentemente tutelare in maniera più solida il consumatore.

Se da un lato si è registrato, negli ultimi anni, un aumento della richiesta di consulenza finanziaria, parallelamente, è stata riscontrata una riduzione nel numero di individui che come deterrente verso la richiesta di consulenza affermava di non possedere fiducia nel servizio stesso, passando da circa il 40% del 2017 al 33%¹³¹ del 2019. Inoltre, nel 2018, il

¹²⁹ Il caso Parmalat fu caratterizzato, tra l'altro, dal fatto che le banche creditrici della società, non appena erano venute a conoscenza delle difficoltà economiche della Parmalat S.p.A., avevano venduto le obbligazioni in proprio possesso ai clienti, qualificando il rischio di investimento come un rischio basso, in maniera consapevolmente errata.

¹³⁰ Sul punto, Cap. II, paragrafo 2.4.1.

¹³¹ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2017), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 46; Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 35; Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 40.

19% di coloro che si erano avvalsi del servizio di consulenza era stato spinto dalla fiducia verso lo stesso¹³²; questa percentuale è aumentata al 22% nel 2019¹³³.

Nonostante il *trend* positivo, è necessario precisare che la sfiducia verso gli intermediari finanziari continua a registrare dei valori alti, pari al 60%. Tuttavia, l'incremento di fiducia degli individui sembrerebbe essere connesso alle importanti disposizioni introdotte in ambito finanziario, le quali avrebbero avuto, dunque, tra i loro effetti anche quello di incrementare la fiducia del singolo investitore nei confronti degli intermediari e del mondo finanziario, spingendo lo stesso verso la richiesta di servizi di consulenza.

La strada intrapresa dall'Autorità, sotto questo aspetto, sembrerebbe essere proficua; proseguendo in questa direzione e cercando di limitare, quanto più possibile, eventuali conflitti di interesse tra intermediario e cliente, si potrebbe giungere ad un aumento significativo della fiducia riposta dagli investitori *retail* nella figura dell'intermediario.

Un altro aspetto significativo, che costituisce un deterrente alla richiesta del servizio di consulenza, risulta essere l'incapacità del cliente di valutare il servizio offerto e di riuscire, dunque, a comprendere se il rapporto costo-beneficio del servizio usufruito possa considerarsi soddisfacente o meno. Difficilmente l'individuo è propenso a pagare per un servizio di cui non è in grado di valutare l'efficacia e la concreta utilità.

Nel 2016¹³⁴, tale incapacità risultava comune al 45%¹³⁵ del campione, mentre, nel 2019, la percentuale ha raggiunto un valore pari al 46%¹³⁶. Tale dato risulta essere fortemente coerente con quanto analizzato in precedenza, per cui le conoscenze finanziarie non hanno registrato un aumento nell'ultimo quinquennio e l'alfabetizzazione finanziaria ha continuato ad assestarsi a livelli bassi¹³⁷; alla base vi è il ragionamento secondo il quale, se un investitore non ha le competenze minime per comprendere determinati concetti finanziari, difficilmente egli sarà in grado di valutare l'utilità del servizio offerto da un consulente e di comprendere gli eventuali benefici a fronte dei costi sostenuti. Infatti, dal momento che le conoscenze

¹³² Cfr., Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 35.

¹³³ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 40.

¹³⁴ Per il 2015 non sono presenti dati

¹³⁵ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2016), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob p. 29.

¹³⁶ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 40.

¹³⁷ Sul punto, Cap. III, paragrafo 3.3.

finanziarie non hanno registrato un aumento dal 2015 al 2019, sarebbe coerente aspettarsi che, nel medesimo periodo temporale, il numero degli individui incapaci di comprendere i servizi di consulenza sia rimasto uguale. Difatti, è così.

Un aumento dell'alfabetizzazione finanziaria potrebbe condurre ad una migliore comprensione del servizio di consulenza e potrebbe risultare determinante per la maggiore richiesta dello stesso. Non a caso, infatti, in tutti gli anni di riferimento, si evidenzia la seguente correlazione: ad un maggiore livello di educazione e ad un più alto livello di alfabetizzazione finanziaria corrisponde una maggiore richiesta del servizio di consulenza¹³⁸.

Proseguendo l'indagine relativa al servizio di consulenza, è possibile evidenziare come quasi la metà del campione si affidi a parenti, amici e colleghi nel condurre le proprie scelte finanziarie¹³⁹. Nel quinquennio in esame, il numero di coloro che preferisce affidarsi a consigli informali non ha subito alcuna variazione.

Ciò potrebbe essere ricondotto al fatto che gli individui, inconsciamente, tendono a fare affidamento su persone conosciute e di cui si fidano e non su soggetti che, seppure professionisti, risultano ad essi estranei¹⁴⁰. In tal modo, tuttavia, rischiano di discostarsi dalla realtà, affidandosi al parere di un soggetto che, non avendo piene conoscenze in ambito finanziario, potrebbe fornire la soluzione non ottimale.

Si potrebbe ricorrere ad un processo di *debiasing*, il quale potrebbe mutare l'atteggiamento emozionale ed evitare la commissione di tale errore cognitivo. Al tempo stesso, tuttavia, il processo di *debiasing* risulta essere estremamente difficile e lungo, soprattutto se rapportato

¹³⁸ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 33; Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2016), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p.32; Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2017), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p.50; Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p.36; Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 39.

¹³⁹ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob p. 28; Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 38.

¹⁴⁰Lo psicologo Paul Slovic ha condotto diversi studi sulla c.d euristica dell'affetto. Egli ritiene che gli individui tendono ad essere fortemente influenzati, nella percezione dell'ambiente esterno, da aspetti emotivi; le simpatie, gli affetti, le intolleranze, le antipatie determinano la concezione del mondo. In conclusione, se si ha un sentimento positivo nei confronti di amici o familiari, una volta ricevuto il loro consiglio si tenderà inconsapevolmente a trascurare i relativi rischi e a focalizzarsi prevalentemente sui benefici. Cfr., Slovic P., Finucane M. L., Peters E., MacGregor D. G., (2007) "The affect heuristic" in European Journal of Operational Research p.1333-1352; Kahneman D. (2017), "Pensieri lenti e veloci", Mondadori, Milano, p. 138-139.

ad un'intera popolazione; ciò dimostrerebbe perché il numero di individui che continua ad affidarsi alla consulenza informale di amici, parenti e colleghi risulti, negli ultimi cinque anni, inalterato.

3.5 Financial control

È fondamentale, in ambito finanziario, un'adeguata pianificazione delle proprie disponibilità economiche, che sia coerente con le esigenze personali e che permetta di raggiungere i propri obiettivi. Essa, inoltre, deve essere accompagnata da una attenta gestione del risparmio, il che rappresenta un aspetto fondamentale per la realizzazione degli investimenti che consentirebbero al soggetto di conseguire i propri obiettivi. È necessario, infine, monitorare continuamente l'andamento delle proprie entrate e uscite, sì da avere un quadro completo della situazione finanziaria personale e da poter intervenire prontamente, laddove necessario. Non sempre, tuttavia, le famiglie italiane dimostrano di avere la dovuta attenzione verso i propri investimenti finanziari.

Prendendo in esame coloro che possiedono un piano finanziario, è necessario evidenziare che non è emersa alcuna variazione nell'ultimo biennio¹⁴¹; il numero di coloro che ne possiedono uno si attesta al 30%. Questo aspetto può essere dovuto a due motivazioni principali: *in primis*, il possesso di un piano finanziario è connesso al livello di educazione finanziaria; infatti, all'aumentare di quest'ultima aumenta la percentuale di coloro che ricorrono all'utilizzo di un piano finanziario¹⁴². Dal momento che non è stato registrato un incremento dell'educazione finanziaria¹⁴³, ciò potrebbe aver influito sulla mancata crescita del numero di persone che possiedono un piano finanziario. Secondariamente la mancata crescita potrebbe essere compresa grazie all'analisi dei deterrenti che spingono le persone a non avere un piano finanziario. Sul punto, circa il 50% del campione o non conosce la motivazione per la quale non ricorrere all'utilizzo di un piano finanziario, dimostrando quindi uno scarso interesse sulla questione, oppure è spinto da aspetti come la noia, la

¹⁴¹ Cfr., Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 24; Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p.33.

¹⁴² Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 35.

¹⁴³ Sul punto vd., Cap. III, paragrafo 3.3.

manca di tempo, la difficoltà di realizzarne uno oppure afferma che lo farà in futuro. Da ciò, sembrerebbe che gli individui siano mossi da aspetti quali la pigrizia e la noia, che ricorrono con una certa costanza, non soltanto sul campione oggetto di analisi ma sull'individuo in generale. Quanto analizzato, risulta coerente con ciò che è emerso nel capitolo II, in cui è stato evidenziato come gran parte degli individui, mossi da noia e da pigrizia, non aderiscano a piani previdenziali, anche laddove questi ultimi siano una fonte sicura di guadagno. Tale problematica, come visto, può essere risolta tramite l'utilizzo del *nudging*, il quale spinge il singolo a compiere la scelta migliore per sé stesso.

Un aumento in futuro del numero di persone che ricorrono a un piano finanziario, dunque, potrà verificarsi o tramite un incremento generale delle conoscenze finanziarie da parte delle famiglie, oppure tramite tecniche di *nudging*, poste in essere dalle Autorità competenti.

L'interesse connesso al possesso di un piano finanziario riguarda sì il singolo ma indirettamente anche la collettività. Sette persone su dieci non possiedono un piano finanziario; ciò potrebbe compromettere una gestione efficiente delle proprie disponibilità economiche. Infatti, laddove non si disponga di un piano finanziario, difficilmente, si può ragionare prendendo in considerazione un periodo a lungo termine, sì da assicurare una situazione economica più agiata al raggiungimento della pensione. La realizzazione di un piano finanziario, coerente con le proprie esigenze, risulta essere una condizione necessaria per una corretta gestione delle proprie risorse nel lungo periodo e per perseguire investimenti efficienti, così da originare un vantaggio sia per sé stessi che, indirettamente, per la collettività dal momento che, con il perseguimento di investimenti più efficienti, si genererebbe una maggiore ricchezza che si potrebbe tradurre in maggiori consumi a beneficio dell'economia del paese.

Ulteriori aspetti importanti, per quanto riguarda il *financial control*, sono il *budget* e il monitoraggio delle spese.

In merito al primo, nell'ultimo triennio si è registrato un decremento costante di coloro che non ne possiedono uno per affrontare le proprie spese; si è passati, infatti, dal 50% del 2017¹⁴⁴ al 32% del 2019¹⁴⁵. Il controllo delle spese non ha subito, invece, alcuna variazione.

¹⁴⁴ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2017), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 26.

¹⁴⁵ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 34.

Quanto al monitoraggio degli investimenti, nell'ultimo triennio è stato registrato un aumento, passando dal 72% del 2017¹⁴⁶ al 90% del 2019¹⁴⁷.

Questo tipo di variazione può essere connessa al fatto che le famiglie italiane risultano preoccupate per il futuro economico del Paese e ritengono che un domani si possa verificare un peggioramento rispetto alla situazione attuale¹⁴⁸. La forte incertezza per il futuro avrebbe condotto gli individui a preoccuparsi maggiormente circa eventuali spese future e a realizzare un *budget* per garantire un maggiore controllo della propria situazione economica. Un altro aspetto interessante, che potrebbe avere condotto ad un aumento del *budget*, riguarda la correlazione tra quest'ultimo e l'inclinazione alla contabilità mentale. La presenza di un *budget*, infatti, sarebbe maggiore negli individui inclini alla stessa; essendo aumentato negli ultimi anni il numero di questi ultimi¹⁴⁹, è ragionevole ritenere che sia aumentato anche il numero di coloro che possiedono un *budget*¹⁵⁰.

Per quanto concerne, invece, il monitoraggio degli investimenti, se da un lato si evidenzia come anche quest'ultimo risulti avere una correlazione con un'attitudine tipica degli individui – l'avversione al rischio – dall'altro, invece, si evince una connessione in rapporto alla presenza di un professionista, in qualità di supporto per gli investimenti finanziari da intraprendere. Circa il primo punto, è necessario tenere presente che, in questo caso, si tratta di una correlazione negativa: all'aumentare dell'avversione al rischio, il monitoraggio degli investimenti tenderebbe a diminuire¹⁵¹. Come analizzato nel capitolo in esame¹⁵², l'avversione al rischio del campione è diminuita; tale variazione potrebbe aver causato un aumento del monitoraggio degli investimenti.

In merito al secondo punto, invece, dalle survey condotte dalla Consob, è emerso che gli individui affiancati da un supporto professionale sarebbero maggiormente propensi a perseguire un monitoraggio degli investimenti. Come visto in precedenza, la richiesta del

¹⁴⁶ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2017), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 42.

¹⁴⁷ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 39.

¹⁴⁸ Per un approfondimento sul tema, vedi Cap. III, paragrafo 3.6.

¹⁴⁹ Sul punto, Capitolo III p. 45.

¹⁵⁰ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 35.

¹⁵¹ Cfr., Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 34.

¹⁵² Sul punto, Capitolo III p. 47.

parere di un esperto, prima di intraprendere una scelta finanziaria, è aumentata costantemente dal 2015 al 2019, passando dal 22% al 36%¹⁵³. Tale aspetto, dunque, potrebbe avere inciso sull'aumento che si è verificato in rapporto al monitoraggio degli investimenti.

3.6 Risparmio e investimenti

L'abitudine al risparmio delle famiglie italiane, nell'ultimo triennio, ha registrato un incremento costante. Se nel 2017, il 61% del campione dichiarava di risparmiare¹⁵⁴, nel 2019, il numero dei risparmiatori era costituito dal 74%¹⁵⁵. Il tasso medio di risparmio lordo delle famiglie italiane, nel 2018, è stato pari al 10% contro il 12% della media europea¹⁵⁶.

Un altro dato interessante è emerso dall'indagine condotta da Acri-Ipsos, "Gli Italiani e il Risparmio". L'analisi mostra che il risparmio lordo, calcolato come la differenza tra il reddito disponibile e i consumi, ha registrato un notevole incremento a partire dal 2012, anno in cui si è verificato il valore più basso dell'ultimo quindicennio. Alla fine del 2012, infatti, il risparmio lordo, in termini di volumi, era di poco superiore a 15.000 euro, mentre nel 2019, è stato pari a 25.000 euro, registrando un incremento totale di circa il 65%¹⁵⁷.

Dal momento che dal 2012 ad oggi il risparmio lordo è aumentato, ci si aspetterebbe o un aumento del reddito o una diminuzione dei consumi.

Analizzando le variazioni del reddito delle famiglie tra il 2012 – anno in cui ha raggiunto il livello più basso dell'ultimo decennio – e il 2018¹⁵⁸, si evince come sia aumentato del 9,36%¹⁵⁹. Ciò potrebbe essere, quindi, una delle cause che ha portato a un aumento dei volumi del risparmio lordo delle famiglie.

¹⁵³ Così, Cap. III, paragrafo 3.4.

¹⁵⁴ Cfr., Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2017), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 31.

¹⁵⁵ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 34.

¹⁵⁶ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p.13.

¹⁵⁷ Cfr., Acri-Ipsos (2019), "Gli italiani e il risparmio", indagine annuale, 19ª edizione, p. 31.

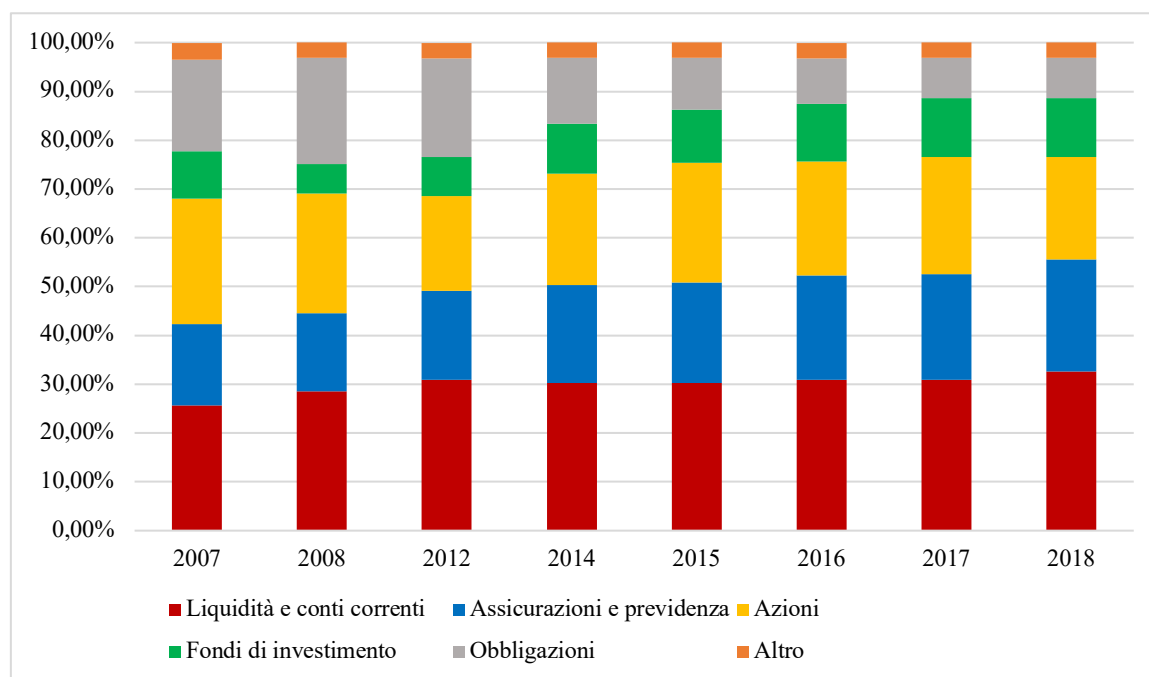
¹⁵⁸ Gli ultimi dati forniti dall'ISTAT, dalla Banca d'Italia e dal Mef sono relativi al 2018.

¹⁵⁹ È doveroso precisare che, per il calcolo della variazione del reddito delle famiglie dal 2012 al 2018, si è fatto riferimento al reddito medio individuale dal momento che i dati circa il reddito medio disponibile delle famiglie sono stati pubblicati fino al 2017. Ciò non dovrebbe condurre a significative differenze, dal momento che è stata considerata una variazione percentuale dello stipendio medio del singolo individuo che si riflette con una medesima percentuale sul reddito familiare.

I consumi hanno registrato un incremento modesto, pari a 0,39% dal 2012 al 2019¹⁶⁰. Un così basso aumento può essere ricondotto ad una variazione del consumo autonomo da parte delle famiglie italiane; in particolare, la forte incertezza circa il futuro economico, da parte dei singoli, avrebbe causato una diminuzione di c0 e influenzato conseguentemente il livello di consumo; stessa incertezza che avrebbe condizionato la composizione delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane.

Infatti, tra il 2007 e il 2018, si è registrato un costante aumento della liquidità e dei conti correnti. Anche i prodotti assicurativi e previdenziali hanno avuto un aumento, mentre le obbligazioni hanno continuato a diminuire¹⁶¹.

Figura 3.3 – Strumenti finanziari delle famiglie italiane



Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 13.

Cercando di indagare le cause che hanno condotto ad una variazione delle attività finanziarie, è possibile fare riferimento a quanto affermato da Nadia Linciano, responsabile dell'Ufficio

¹⁶⁰ Cfr., ISTAT - Istituto Nazionale di Statistica.

¹⁶¹ Cfr., Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), "Report on financial investments of Italian households", Survey, Consob, p. 13.

studi economici Consob, secondo la quale “l’aumento del circolante è legato alla forte incertezza, alla preoccupazione per una nuova crisi e per la situazione macroeconomica”¹⁶². Sul punto, è necessario far riferimento all’indagine condotta da Acri-Ipsos. Nell’analisi, è stata dedicata una sezione al futuro dell’economia italiana e, più in generale, dell’economia globale. Da quanto emerso, il 42% degli individui tende ad avere una visione pessimistica del futuro economico¹⁶³; le previsioni del campione rivelano un peggioramento futuro della situazione economica del Paese.

Un altro aspetto significativo riguarda il fatto che il 28% del campione percepisce la crisi finanziaria, che si è verificata in questi anni, più grave di quanto sia realmente, contro il 17% che ritiene che essa sia meno grave di quanto appaia¹⁶⁴; il 44% del campione, inoltre, ritiene che la crisi non possa terminare prima di ulteriori cinque anni. Il campione, poi, ha confermato il proprio atteggiamento, in parte pessimistico, in rapporto alle previsioni circa la situazione economica italiana, europea e globale, che si verificherà nei prossimi tre anni; in questo caso, rispettivamente il 39%, il 29% e il 25% ritiene che essa peggiorerà¹⁶⁵.

Quanto appena descritto, dimostra la forte incertezza e la preoccupazione che caratterizza gli investitori italiani *retail*. In queste situazioni si tende a prediligere la liquidità e a ridurre i prestiti e le attività economiche. Ciò spiegherebbe il perché la liquidità e i conti correnti siano le attività possedute in misura maggiore dalle famiglie italiane e il perché esse abbiano registrato un aumento negli ultimi anni.

3.7 Conclusioni

L’analisi effettuata nel capitolo, consente di delineare lo scenario finanziario delle famiglie italiane.

Laddove si volesse tracciare un profilo dell’investitore *retail* italiano, quest’ultimo sarebbe caratterizzato da diversi aspetti, che si presentano con una certa costanza nella popolazione in generale.

¹⁶² Così, Serafini L. (2019), “Consob: solo il 31% delle famiglie può risparmiare” in Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/consob-solo-31percento-famiglie-puo-risparmiare-sfiducia-sale-60percento-AC9cHcx>

¹⁶³ Cfr., Acri-Ipsos (2019), “Gli italiani e il risparmio”, indagine annuale, 19^a edizione, p.7.

¹⁶⁴ Cfr., Acri-Ipsos (2019), “Gli italiani e il risparmio”, indagine annuale, 19^a edizione p.10.

¹⁶⁵ Cfr., Acri-Ipsos (2019), “Gli italiani e il risparmio”, indagine annuale, 19^a edizione p.15.

L'investitore italiano, in media, è contraddistinto da un basso livello di cultura finanziaria, a partire dalle conoscenze di base, fondamentali per partecipare al mercato finanziario. Nonostante ciò, egli ritiene di avere delle capacità al di sopra della media, le quali lo spingono, talvolta, ad avere un atteggiamento *overconfident*. È necessario sottolineare come una bassa educazione finanziaria conduca ad un allontanamento dal servizio di consulenza; infatti, dal momento che non sempre l'investitore italiano è in grado di valutare il servizio offerto o di comprendere l'importanza dello stesso, esso preferisce affidarsi al consiglio di parenti ed amici, anche laddove questi ultimi non abbiano competenze specifiche in materia di investimenti finanziari.

Altro aspetto che costituisce il profilo dell'investitore italiano è la presenza di *bias* comportamentali, quali l'attitudine alla contabilità mentale e l'avversione al rischio.

Una maggiore consapevolezza, generata da una profonda conoscenza della materia finanziaria, permetterebbe di rendere pienamente consapevole l'investitore e renderebbe quest'ultimo più attivo nel delineare il proprio futuro e nel raggiungere obiettivi economici, sia nel breve che nel lungo periodo.

Quanto affermato, oltre a giovare al singolo, porterebbe un miglioramento delle condizioni della collettività; infatti, un aumento della conoscenza condurrebbe ad un aumento della partecipazione al mercato e, nel lungo periodo, ad una maggiore solidità economica collettiva.

Comprendere, inoltre, i punti deboli dell'investitore italiano consentirebbe alle istituzioni di intraprendere un intervento mirato. Esse, ad oggi, sono orientate verso una maggiore educazione finanziaria, con il fine di migliorare le abitudini e i comportamenti degli investitori.

CONCLUSIONI

Nel corso dell'elaborato è stato dimostrato come gli individui, nel compiere le proprie scelte, commettano diversi errori valutativi e come questi ultimi, presentandosi con una certa costanza, influenzino fortemente le decisioni. Si è cercato, inoltre, di comprendere quale sia la strada da intraprendere per cercare di eliminare tali errori.

Rendere l'individuo pienamente razionale, attraverso una maggiore alfabetizzazione finanziaria ed eventuali tecniche di *debiasing*, risulta essere impossibile dal momento che l'irrazionalità è insita nell'uomo. Al tempo stesso, tuttavia, è possibile indagare i *bias* comportamentali sì da conoscerli e comprenderli e avere consapevolezza degli errori così da non commetterli in futuro o, quantomeno, ridurli il più possibile.

L'alfabetizzazione finanziaria, tuttavia, non si limita a mero strumento volto a migliorare il comportamento dell'individuo e a ridurre conseguentemente eventuali errori cognitivi. Il fine di tale alfabetizzazione è quello di fornire agli investitori *retail* piena consapevolezza, delle proprie esigenze e dei modi per soddisfare queste ultime. Essa, inoltre, non deve essere riconosciuta come un vantaggio esclusivo per il singolo ma come un vantaggio per l'intera collettività; è in questo modo che si può raggiungere una crescita economica su scala nazionale.

I mercati finanziari sono in continuo mutamento, dovuto a diversi fattori quali l'introduzione di nuovi strumenti finanziari, i cambiamenti delle esigenze degli individui, una continua innovazione tecnologica e la presenza di *shock* economici che si susseguono nel tempo.

L'aspetto fondamentale, in situazioni di forti e continui cambiamenti, è la consapevolezza, da parte degli individui che si affacciano al mercato finanziario e che con esso interagiscono, delle azioni che stanno compiendo e delle cause che ne possono scaturire. Laddove ciò non si verificasse, difficilmente i mercati finanziari riuscirebbero a creare ricchezza e ad essere un vantaggio per la collettività. Una maggiore conoscenza generale della materia finanziaria si tradurrebbe in vantaggi importanti per l'intera collettività; la partecipazione ai mercati aumenterebbe notevolmente e renderebbe il costo del debito dei soggetti in *deficit* molto più basso, gli individui avrebbero una consapevolezza maggiore circa il proprio futuro e perseguirebbero anche investimenti previdenziali piuttosto che focalizzarsi esclusivamente sul breve periodo. Quanto prospettato porterebbe ad una maggiore stabilità del sistema

finanziario in generale e, con essa, anche la solidità dei singoli e della collettività a fronte di eventuali *shock* finanziari, tale da attenuare impatti e conseguenze che gli *shock* stessi determinerebbero.

A tale riguardo, è doveroso citare uno dei più importanti *shock* economici che si è verificato negli ultimi anni, attualmente in corso, dovuto al diffondersi del Covid-19.

Anche tale caso dimostra come questi *shock*, spesso totalmente imprevedibili, siano in grado di sconvolgere profondamente il sistema finanziario. Le conseguenze che ne deriveranno, in parte già verificate, cambieranno l'approccio degli individui al mercato finanziario; essi, infatti, potrebbero mutare la propria percezione del futuro, aumentando l'incertezza, modificando le eventuali necessità o intraprendendo scelte finanziarie differenti.

Seppure le esigenze e le decisioni degli individui mutano a seconda del periodo storico, ciò che è certo è che l'investitore *retail* sarà, in ogni caso, guidato dalle proprie conoscenze finanziarie e dai propri comportamenti. Ciò permette di comprendere quanto questi siano importanti per guidare l'individuo nella giusta direzione.

Un altro dato rilevante è quello per cui Paesi caratterizzati da un'economia solida sono in grado di rispondere in maniera più adeguata alle conseguenze di eventuali crisi e di superarle in maniera più rapida, rispetto a Paesi in difficoltà economica.

In questo senso, quindi, l'alfabetizzazione finanziaria assume un ruolo estremamente importante; essa è in grado di aumentare la stabilità del sistema finanziario e dell'economia nazionale, sì da rispondere in maniera sempre più efficiente a eventuali crisi finanziarie.

Quanto emerso dal presente elaborato mostra come gli interventi attuati dalle autorità competenti debbano essere diretti verso una maggiore alfabetizzazione finanziaria degli individui sì da rendere più efficienti i comportamenti assunti dagli stessi, con vantaggio indiretto per la collettività. È fondamentale, in questo senso, realizzare un processo efficace di educazione finanziaria, il quale permetta di raggiungere, nel lungo periodo, vantaggi estremamente importanti a livello economico.

BIBLIOGRAFIA

- Acri-Ipsos (2019), “Gli italiani e il risparmio”, indagine annuale, 19^a edizione.
- Alexander S. (1961), “Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks?”, in *Industrial Management Review*, maggio, pp. 7-26.
- Barber B.M., Odean D.T., (2008) “All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors” in *The Review of Financial Studies*, vol.21 n.2 pp. 785-818.
- Bernheim B., Garrett D., Maki D. (2001), “Education And Saving: The Long-Term Effects Of High School Financial Curriculum Mandates” in *Journal Of Public Economics*.
- Bernoulli D. (1954), "Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk" in *Econometria*, Vol. 22.
- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S. (2015), “Principi di finanza aziendale”, McGraw-Hill Education, Milano.
- Cafaro R., Tanza A. (2006), “Le tutele nei rapporti con la banca”, Halley, Camerino.
- Carrol D., Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2005), “Optimal Defaults and Active Decisions” in NBER Working Paper n. 11074.
- Cardia L. (2010), “La tutela del consumatore di servizi finanziari”, Consob, Roma.
- Choi J., Laibson D., Madrian B. (2004), “\$100 Bills on the Sidewalk: Violations of No-Arbitrage in 401(k) Accounts” in Working Paper, University of Pennsylvania.
- Choi J., Laibson D., Madrian B. (2006) “\$100 Bills on the sidewalk: suboptimal investment in 401(k) plans” in Pension Research Council Working Paper.
- Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2001) “For Better or For Worse: Default Effects and 401(k) Savings Behavior” in NBER Working Paper n. 8651, Cambridge.
- Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2002), “Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance” in *Tax Policy and the Economy*.
- Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick A. (2004) “Saving for Retirement on the Path of the Least Resistance” in *Behavioral Public Finance*.
- Clark R.L., D’ambrosio M.B., Mcdermed A.A., Sawant K. (2006), “Retirement Plans And Saving Decisions: The Role Of Information And Education” in *Journal Of Pension Economics And Finance*.

- Conti V., Rigoni U., Lucarelli C., Menon M., Perali F., Linciano N. (2011) “La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori” in Quaderni di Finanza, Consob, n.68.
- De Bondt W.F.M., Thaler,R. (1985), “Does the Stock Market Overreact?” in The Journal of Finance, n.3.
- De Bondt W.F.M., Thaler R., (1987) “Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality”, in Journal of Finance, n.62, pp. 557-580.
- De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D. (2008), “Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective” in Financial Services Authority, Consumer Research, July.
- Direttiva 2014/65/EU del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 in Gazzetta ufficiale dell’Unione europea.
- Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 in Gazzetta ufficiale dell’Unione europea.
- Duflo E., Gale W., Liebman J., Orszag P., Saez E. (2005), “Saving Incentives for Low- and Middle-Income Families: Evidence from a Field Experiment with H&R Block” in NBER Working Paper, n. 11680.
- Duflo E., Saez E. (2003), “The Role Of Information And Social Interactions In Retirement Plan Decisions: Evidence From A Randomized Experiment” in Quarterly Journal Of Economics.
- Fama E.F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, in Journal of Finance, Vol.25, n.2, maggio, pp. 383-417.
- Fama E.F. (1998), “Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance”, in Journal of Finance, n.49, pp. 283-306.
- Feng L., Seasholes M. S. (2005), “Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets?” In Review of Finance pp. 305-351.
- Gadarowski C. (2000), “Financial Press Coverage and Expected Stock Returns”, Cornell University.
- Gneezy U., Meier S., Rey-Biel P. (2011), “When and why incentives (don’t) work to modify behavior” in The Journal of Economic Perspectives, pp. 191-209.
- Gilovich T. (1991) “How We Know What Isn't So: The Fallibility of Human Reason in Everyday Life” in The Free Press, New York.
- Gilovich T., Griffin D., Kahneman D. (2002), “Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive

Judgment” in Cambridge University Press, Cambridge.

- Griffin D., Tversky A. (1992), “The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence” in *Cognitive Psychology*, Vol. 24 pp. 411-435.
- Holm C., Rikhardsson P. (2006), “Experienced And Novice Investors: Does Environmental Information Influence On Investment Allocation Decisions?” in *Financial Reporting Research Group Working University Of Aarhus, Aarhus School Of Business, Department Of Business Studies*.
- Kahneman D. (2017), “Pensieri lenti e veloci”, Mondadori, Milano.
- Kahneman D., Knetsch J.L., Thaler R.H. (1991), “Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias” in *The Journal of Economic Perspectives*, pp. 193-206.
- Kahneman D., Riepe M.W. (1998), “Aspects of Investor Psychology” in *The Journal of Portfolio Management*.
- Kahneman D., Tversky A. (1974) “Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases” in *Science*, Vol. 184, pp. 1124-1131.
- Kahneman D., Tversky A. (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk” in *Econometrica*, Vol.47, N.2, pp. 263-291.
- Kahneman D., Tversky A. (1983), “Choices, Values and Frames” in *American Psychologist*, Vol.39, n.4 p. 341-350.
- Kendall M.G. (1953) “The Analysis of Economic Time-Series-Part I. Prices”, in *Journal of the Royal Statistical Society*, n. 96, pp. 11-34.
- Keys B. J., Pope D. G., Pope J. (2014), “Failure to refinance”, in *NBER Working Paper n. 20401*, august, pp. 12-13.
- Kotler P., Keller K.L., Ancarani F., Costabile M. (2017) “Marketing management”, Peason Italia, Milano, Torino.
- Klapper L., Lusardi A., van Oudheusden P. (2014), “Financial Literacy around the World: insights from the Standard & Poor’s ratings services, global financial literacy survey”.
- Larrick R. P. (2004), “Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making”, New York: Blackwell Publishing, pp. 316-337.
- Larrick R. P., Morgan J. N., Nisbett, R. E. (1990), “Teaching the use of cost-benefit reasoning in everyday life” in *Psychological Science*, pp. 362-370.

- Larrick, R. P., Nisbett, R. E., Morgan, J. N. (1993), “Who uses the normative rules of choice? Implications for the normative status of microeconomic theory” in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol.56, pp. 331-347.
- Lerner J. S., Tetlock P. E. (1999), “Accounting for the effects of accountability” in *Psychological Bulletin* Vol. 125, n.2, pp. 255-275.
- Lewinsohn S., Mano H. (1993), “Multi-attribute choice and affect: The influence of naturally occurring and manipulated moods on choice processes” in *Journal of Behavioral Decision Making*.
- Lilienfeld S. O., Ammirati R., Landfield K. (2009), “Giving debiasing away: Can psychological research on correcting cognitive errors promote human welfare?” in *Perspectives on Psychological Science*, pp. 390-398.
- Loewenstein G. (1996), “Out of Control: Visceral Influences on Behavior” in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol.65, n.3, pp. 272-292.
- Loewenstein G. (2000), “Emotions in economic theory and economic behavior” in *American Economic Review*, Vol. 90, n.2, pp. 426-432.
- Loewenstein G., O'Donoghue T., Rabin M. (2003), “Projection bias in predicting future utility” in *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1209-1248.
- Loewenstein G., Weber E. U., Hsee C. K., Welch N. (2001) “Risk as feelings” in *Psychological Bulletin* pp. 267-286.
- Linciano N. (2010) “errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail” in *Quaderni di Finanza, Consob*, gennaio, n.66.
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2016), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2017), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
- Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
- Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.

- Luce M., Bettman J., Payne J. (1997), "Choice processing in emotionally difficult decision" in *Journal of Experimental Psychology: Learning Memory and Cognition*.
- MacGregor D. G., Slovic P., Dreman D., Berry M. (2000), "Imagery, affect and financial judgment" in *Psychology and the Financial Markets* pp. 104-110.
- MacGregor D. G., Slovic P., Dreman D., Berry M. (2000), "Imagery, affect and financial judgment" in *Psychology and the Financial Markets* pp. 104-110.
- Madrian B. C., Shea D. F. (2001), "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior" in *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1149-1225.
- Manetti L. (2002), "Psicologia sociale", Carocci editore, Roma.
- Mishkin F.S., Eakins S. G., Beccalli E. (2019), *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, Milano, Torino.
- Monti A.C. (2008) "Introduzione alla statistica", Edizione Scientifiche Italiane.
- Morewedge C. K., Yoon H., Scopelliti I., Symborski C.W., Korris J. H., Kassam K. S. (2015), "Debiasing Decisions: Improved Decision Making With a Single Training Intervention" in *Behavioral and Brain Sciences*.
- Northcraft G. B., Neale M. A. (1987), "Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions" in *Organizational behavior and human decision processes*.
- Novemsky N., Kahneman D. (2005), "The Boundaries of Loss Aversion" in *Journal Marketing Research*.
- Odean T., Barber B. (2000), "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors" in *Journal of Finance*, N.2, pp. 773-806.
- Reinganum M.R. (1983) "The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January", in *Journal of Financial Economics*, n.12, pp. 89-104.
- Ritter J.R. (1988), "The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year", in *Journal of Finance*, n.43, pp. 701-717.
- Roll R. (1994), "What every CFO Should Know about Scientific Progress in Financial Economics: What is Known and What Remains to be Resolved", in *Financial Management*, n.23.
- Rossi S. (2016), "la tutela del risparmio nell'Unione bancaria", Roma, maggio.
- Samuelson W., Zeckhauser R. (1988), "Status quo bias in decision making" in *Journal of Risk and Uncertainty*, pp. 7-59.

- Saunders A., Cornett M.M., Anolli M., Alemanni B., (2017), “Economia degli intermediari finanziari”, McGraw-Hill Education, Milano.
- Shefrin H. (2000), “Beyond Greed and Fear”, Harvard Business School Press, Boston.
- Slovic P., Finucane M. L., Peters E., MacGregor D. G., (2007) “The affect heuristic“ in European Journal of Operational Research.
- Thaler H.R., Sunstein C.R. (2014), “La spinta gentile”, Universale Economica Feltrinelli, Milano.
- Thaler R., Tversky A., Kahneman D., Schwartz A. (1997), “The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test” in The Quarterly Journal of Economics, vol. 112, pp. 647-661.
- Treccani (2017), Dizionario della Lingua Italiana, Giunti TVP.
- Wong A., Carducci B. (1991), “Sensation seeking and financial risk-taking in everyday money matters” in Journal of Business and Psychology.
- Zhang Y., Mittal V. (2005), “Decision difficulty: Effects of procedural and outcome accountability” in Journal of Consumer Research, Vol. 32, pp. 465-472.
- Zucherman M. (1978), “The search for high sensation” in Psychology Today.

SITOGRAFIA

- Banca d’Italia. <https://www.bancaditalia.it/>
- COVIP, “Guida introduttiva alla previdenza complementare” (2015), https://www.covip.it/wp-content/uploads/COVIP-agg_to_MarApr2015.pdf
- “IESS - Improving Effectiveness in Social Security, UK country report” (2015) in partecipazione con Fondazione Giacomo Brodolini, MEF – Ministero dell’Economia e delle Finanze, INPS, Center for economic e social Inclusion, http://www.fondazionebrodolini.it/sites/default/files/uk_country_report.pdf
- Indec, istituto nazionale di statistica argentino. <https://www.indec.gob.ar/>
- ISTAT - Istituto Nazionale di Statistica <https://www.istat.it/it/archivio/reddito>
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2015), Presentazione del Report, “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob. http://www.consob.it/cnbarchives/main/documenti/Pubblicazioni/report_investimenti_famiglie/Report_scelte_di_investimento_2015.pdf

- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2016), Presentazione del Report, “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
http://www.consob.it/documents/11973/287812/PresentazioneReport_Linciano_Gentile/539ef6d7-460f-4918-8146-4f1c003c2db2
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (2017), Presentazione del Report, “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
http://www.consob.it/documents/46180/46181/Linciano_20171004.pdf/9c9eb600-813a-4607-8c57-eb8851c35e07
- Linciano N., Caivano V., Gentile M., Soccorso P. (2018), Presentazione del Report , “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
http://www.consob.it/documents/46180/46181/intervento_linciano_20181022.pdf/d1798f30-c14e-43fc-b344-eccc57da8e92
- Linciano N., Costa D., Gentile M., Soccorso P. (2019), Presentazione del Report, “Report on financial investments of Italian households”, Survey, Consob.
http://www.consob.it/documents/46180/46181/20191108_Linciano-Soccorso.pdf/cd386832-4374-4a88-aab6-73785356611e
- MEF – Ministero dell’Economia e delle Finanze. <http://www.mef.gov.it/index.html>
- Serafini L. (2019), “Consob: solo il 31% delle famiglie può risparmiare. La sfiducia sale al 60%” in Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/consob-solo-31percento-famiglie-puo-risparmiare-sfiducia-sale-60percento-AC9cHex>
- “The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2002” in The Nobel Prize: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2002/summary/>