

***L'informazione finanziaria e i soldi degli italiani*****Filippo Cavazzuti<sup>1</sup>**

1. Grazie per l'invito a svolgere alcune considerazioni introduttive al Vostro Convegno. Invito tanto più apprezzato poiché mi ha offerto l'occasione per tentare di mettere un po' di ordine in alcune riflessioni sparse che attengono anche al tema di oggi. Sono prime riflessioni che sto svolgendo all'interno del Consorzio PattiChiari, sollecitate anche dal proseguire della crisi finanziaria e dalle domande che questa pone a tutti noi, molte delle quali ancora senza risposta da parte dei regolatori pubblici.

Lascio al vostro giudizio finale il compito di valutare l'efficacia di questo mio tentativo di mettere ordine.

Prendo le mosse dal titolo del convegno che, collegando le informazioni con le scelte finanziarie delle famiglie in modo apparentemente tanto semplice quanto efficace, sottende invece un accrocchio di problemi il cui dipanarsi e risolversi è cruciale per riportare e mantenere la fiducia delle famiglie.

In tale accrocchio di problemi ne scorgo, tra i tanti, alcuni che reputo rilevanti per il funzionamento dei mercati finanziari che devono sia veicolare e intermediare le informazioni tra domanda e offerta di prodotti finanziari, sia consentire alle famiglie (cioè alla principale componente della domanda di prodotti e di servizi finanziari) di operare scelte consapevoli sulle combinazioni di rischio e di rendimento dei prodotti finanziari che intendono collocare nel proprio portafoglio.

Si pone dunque il problema della **efficacia** dell'informazione finanziaria rivolta alle famiglie; efficacia che dipende anche e soprattutto dal loro grado di comprensione delle informazioni stesse (le famiglie sono investitori non professionisti) e dunque dal loro livello di educazione finanziaria e dalla loro capacità di memorizzare ed elaborare informazioni complesse di norma offerte con il ricorso a linguaggi specialistici.

---

<sup>1</sup> Presidente del *Consorzio PattiChiari*; Professore di *Economia e regolazione di mercati finanziari*, nell'Università di Bologna

Il tema del convegno sottende dunque che l'informazione finanziaria e l'educazione finanziaria delle famiglie sono le due facce della stessa medaglia e che dal loro interagire dipende anche il permanere della fiducia delle famiglie.

**2.** I dati a disposizione di Consorzio PattiChiari illustrano una situazione non soddisfacente dell'educazione finanziaria in Italia. Sono dati già in parte noti che conviene ancora una volta richiamare.

Una ricerca condotta in collaborazione con lo studio Ambrosetti mostra che, con una metrica che va da 1 a 10, l'Italia non supera il voto di 3,5.

La stessa ricerca mostra invece che tale "voto" è 7,04 in Australia; 6,82 in Canada; 6,30 in Giappone; 6,27 negli USA; 5,79 in Nuova Zelanda; 5,18 in Germania; 4,68 nel Regno Unito; 3,87 in Francia.

Come se non bastasse:

- 8 italiani su 10 ignorano quale sia l'effetto di un incremento del tasso di sconto sui propri risparmi;
- 8 italiani su 10 non sanno valutare l'effetto dell'aumento del tasso di sconto sul mercato immobiliare;
- 4 italiani su 10 non sono in grado di effettuare operazioni finanziarie elementari (tipo dato il tasso di interesse e il capitale quanto sarà il valore del capitale fra x anni);
- Il 43 % dei ragazzi con età compresa tra 12 e 25 anni afferma di non capire nulla quando sente parlare di risparmio o di investimento finanziario.

**3.** Se il grado di educazione finanziaria delle famiglie è così modesto come i dati testimoniano, ritengo che esso sia dovuto anche al fatto che non tutto nella realtà del fluire delle informazioni nei mercati finanziari sia così semplice come potrebbe apparire a prima vista o come suggerisce una modellistica primitiva che ipotizza la piena disponibilità di tutte le informazioni. e la sua piena comprensivo ne da parte dei risparmiatori.

La crescita dei mercati finanziari, l'inarrestabile e fin troppo fantasioso processo di innovazione finanziaria insieme al ruolo delle connesse professioni (che comprendono

informatici, matematici finanziari, ecc.) fanno sì che, a differenza del passato, oggi assistiamo al crescere del numero delle fonti che disseminano informazioni con una velocità una volta impensabile e non sempre di facile e immediata comprensione da parte del risparmiatore.

Tra i più importanti “fornitori” di informazioni – non sempre soggetti ad apposite regolamentazioni tese a definirne i comportamenti - voglio ricordare che la crisi finanziaria non ha esentato nessuno da colpe. Tra questi voglio ricordar:

- 1) gli **emittenti** che non sempre comunicano tempestivamente al mercato i fatti più rilevanti della vita e della gestione della loro impresa. Come debbano essere interpretati i fatti rilevanti è questione assai complessa, almeno nella percezione delle famiglie;
- 2) gli **intermediari** che non informano tempestivamente il mercato circa le variazioni dei coefficienti relativi alla loro solidità patrimoniale nei confronti dei rischi attesi e dei loro default;
- 3) gli **analisti** che, spesso in conflitto di interessi, consigliano quasi sempre di acquistare (buy), quasi mai vendere (sell) o tenere (hold) i titoli negoziati sui più diversi mercati; spesso minimizzando che si trovano in situazione di conflitto (ad esempio perché le loro analisi riguardano titoli del gruppo cui appartengono);
- 4) le **società di gestione dei mercati** che richiedono spesso con non sufficiente tempestività alle imprese particolari condizioni per il trading onde evitare di generare mercati sottili ricompresi entro la trappola dimensionale con elevata volatilità dei prezzi;
- 5) le **agenzie di rating** che, in condizioni di conflitto di interesse, esprimono opinioni (assai costose) sulla solidità finanziaria delle imprese e sul grado di rischio delle loro emissioni. A questo proposito si deve ricordare che le agenzie di rating ritengono che non sia possibile eccepire in giudizio la loro opinione in quanto tutelate da un emendamento alla costituzione americana che sancisce la libertà di opinione. Opportuna sarebbe dunque una agenzia di rating di diritto europeo che meglio ne regoli l'attività. Riprenderò più avanti il tema del significato del rating, a mio avviso ancora oggi troppo di sovente male spiegato e male interpretato;

- 6) le **società di revisione** che devono certificare – rendendolo noto al mercato - se i bilanci sono stati redatti in modo conforme alle disposizioni di legge ed agli standard contabili accettati universalmente;
- 7) i **regolatori**, i cui annunci ( oppure l’attesa di annunci) possono condizionare le aspettative delle famiglie;
- 8) I “**paparazzi**” che diffondono notizie attendibili, verosimili, ma anche non vere, false o tendenziose cadendo in tal modo nel reato di manipolazione informativa. Ritorrò più avanti sul ruolo dei “*paparazzi*” per la l’efficienza dei mercati finanziari ricorrendo ad alcune interessanti conclusioni tratte dagli studi di *law and economics*

Dal canto suo il Consorzio PattiChiari, tramite i suoi due siti web, mette gratuitamente a disposizione del pubblico indistinto, dei “paparazzi” e degli analisti molte informazioni finanziarie (come il rating ed il var) che sarebbe assai costoso e complesso reperire da parte di ogni singolo risparmiatore per ogni singolo titolo su cui intende investire.

Per questa via il Consorzio ritiene di abbattere i costi informativi che minano l’efficienza dei mercati finanziari e così facendo ritiene di contribuire all’efficienza dei mercati stessi.

4. Poiché la sfiducia delle famiglie dovuta alla crisi finanziaria ha portato anche nel dibattito politico il tema dell’informazione e dell’educazione finanziaria (così come confermano le proposte di disegno di legge all’esame del Senato), occorre sia evitare di coltivare l’illusione che una maggiore efficacia dell’informazione finanziaria avrebbe evitato gli effetti più perversi delle crisi finanziaria stessa, sia di scoprire l’acqua calda secondo la nota e deprecabile abitudine domestica.

Invero, lo sviluppo di strategie nazionali per l’informazione e l’educazione finanziaria è stata oggetto di una intensa attività di promozione a carattere globale da parte dell’Organizzazione per lo sviluppo economico e la cooperazione (OCSE), che nel 2003 ha varato un proprio programma per l’educazione finanziaria a livello internazionale.

Nel 2005, in particolare, l'OCSE ha prodotto un primo importante documento (*Improving Financial Literacy*), nonché una serie di raccomandazioni (*Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*), che in premessa definiscono l'informazione finanziaria e l'educazione finanziaria come "il processo attraverso il quale i consumatori e gli investitori migliorano la loro comprensione dei concetti e dei prodotti finanziari e, attraverso informazioni, guide e/o comunicazioni obiettive, sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie, al fine di compiere scelte informate, di sapere dove rivolgersi per aiuto e di intraprendere altre azioni concrete per migliorare il grado di benessere e di protezione finanziaria."

In sintesi, **informazione**, **comprensione dei concetti** veicolati dalle informazioni, **consapevolezza** dei rischi costituiscono i tre pilastri su cui fondare, al netto dei comportamenti truffaldini, la fiducia e i rapporti con le famiglie e i loro soldi.

Data però la bulimia del nostro sistema politico, reputo che si debba evitare all'Italia un nuovo minculpop per l'educazione finanziaria.

Questa è oggi al pari di un'industria nascente che deve essere lasciata libera di sperimentare ogni innovazione di metodi e di contenuti senza essere costretta entro il solito ben ordinato manualetto asseverato da un ministero: cui dovrebbe, eventualmente, spettare la sola funzione di coordinamento delle più diverse iniziative

**5.** Le analisi sulla crisi finanziaria hanno messo in luce che alcuni concetti non sono ancora compitamente compresi da molti. Ciò impone un'ulteriore sforzo ai più diversi comunicatori. Mi riferisco ai concetti di:

- **rischio finanziario** che, appartenendo alla categoria dei concetti probabilistici, può essere valutato soltanto tramite la elaborazione specialistica di osservazioni passate. "Basso rischio" viene troppo spesso interpretato al pari di "rischio zero", invece di essere più correttamente interpretato al pari di una elevata probabilità di guadagnare un modesto rendimento futuro che si accompagna alla minima probabilità (mai uguale a zero) di default dell'emittente;

- **diversificazione dei portafogli finanziari:** anche questo è un concetto di natura probabilistica che combina (ponderandole) le diverse probabilità di rischio e rendimento dei diversi prodotti immessi nel portafoglio. A mio avviso, sarebbe più opportuno insistere con le famiglie sul concetto più ostico di diversificazione del rischio che non su quello (più allettante) di diversificazione dei rendimenti;
- **la finanza è la diversificazione del rischio.** Purtroppo molti la intendono (o sono indotti a ritenerla) al pari della via più breve per arricchirsi in breve periodo, condividendo Keynes che la borsa è un “casinò”; ma tale condivisione opera soltanto nelle occasioni di vincita, per essere subito abbandonata in caso di perdita;
- **l’incertezza nelle scelte finanziarie** è una condizione sempre presente, ma riguarda eventi la cui probabilità di verificarsi non è misurabile poiché non si dispone di una serie statistica formata da osservazioni numericamente sufficienti a costituire un campione rappresentativo su cui misurare una probabilità del suo verificarsi ( il c.d. cigno nero). Insistere che i concetti di “rischio” e di “incertezza” non sono sinonimi deve essere alla base delle informazioni date alle famiglie;
- **Indicatori di rischio finanziario** (vedi var, rating, CDS).

Su questi ultimi ritengo che vale la pena spendere qualche parola in più, anche per non illudere le famiglie e per meglio affrontare il contenuto di molte proteste in caso di rendimenti inopinatamente insoddisfacenti.

Questi indicatori, va precisato, non hanno la natura di “informazione di carattere preciso” nel senso letterale della parola al pari di quella che si desume dalla definizione legislativa di “informazione di carattere preciso” e “price sensitive” nel caso di divieto di insider trading<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> art. 181 (*Informazione privilegiata*)

1. Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari. 2. (...). 3. Un'informazione si ritiene di carattere preciso se: a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari.

Sono indicatori il cui carattere e la cui rappresentatività dei fenomeni finanziari devono essere considerati al pari di carte geografiche in scala; si approssimano alla realtà, non descrivono minutamente la realtà stessa; sono una guida (nel caso del rating soltanto una opinione) che deve essere integrata con altre osservazioni rilevate nell'ambiente circostante (come quando si cammina su di un sentiero in montagna con la cartina dei sentieri) e puntualmente date alle famiglie.

Anche le informazioni fornite dai il CDS di cui tanto si discute (in una sorta di ubriacatura collettiva) vanno integrate con l'informazione che essi sono negoziati su di un mercato non regolamentato, i cui contratti di norma non prevedono la consegna del titolo ma soltanto il pagamento di un differenziale di prezzo; che non vi è una *clearing room* che assicuri dal rischio di controparte. Anche in questo caso non sono del tutto annullati i rischi (pesati con calcoli **probabilistici**) di default della controparte assunti sul mercato dei CDS. Molti investitori professionali ben lo sanno e trattano con cautela tali indicatori, altri, più sprovveduti pensano di trovare in questi la "*magia del rischio zero*". Altri ancora operano su questi mercati al solo fine di guadagni speculativi o esasperando l'attività di trading, e si oppongono alla loro regolamentazione.<sup>3</sup>

Ma spiegare alle famiglie che gli indicatori di rischio di cui dispongono (ad esempio consultando il sito web di PattiChiari) presentano tutti i limiti interpretativi che ogni indicatore comporta, non è certamente compito semplice, ma va condotto con continuità e determinazione nei confronti delle famiglie che risparmiano.

**6.** Pur nell'ipotesi che le famiglie abbiano piena comprensione dei concetti prima esposti occorre non trascurare il fatto che la molteplicità e la varietà delle fonti delle informazioni nel contesto di oggi, caratterizzato da un incessante processo di innovazione finanziaria, rendono la loro raccolta e comprensione un vero e proprio percorso di guerra senza fine. Si impone così la necessità di una **educazione permanente** non soltanto alle famiglie, ma anche e soprattutto ad ogni altro intermediario, promotore finanziario o "paparazzo" che sia.

---

<sup>3</sup> IMF, Global Financial Stability Report, *Making Over-The-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties*, Chapter 3, aprile 2010.

Ciò mi sollecita una immediata preoccupazione per evitare di imporre alle famiglie responsabilità che non le sono proprie: che sottolinei cioè che nella realtà dei mercati finanziari, la disponibilità e la comprensione delle informazioni vivono nel contesto più generale delle asimmetrie informative e dei conflitti di interesse che contribuiscono alla inefficienza dei mercati finanziari regolamentati o non regolamentati che siano.

E poiché i conflitti di interesse (come, ad esempio, quelli presenti nella operatività delle banche di investimento, delle banche universali e delle società di rating) e le asimmetrie informative sono purtroppo ineliminabili in toto, ogni famiglia deve essere preventivamente informata che sta operando su mercati finanziari imperfetti in presenza di rischi, di incertezze e di potenziali comportamenti truffaldini.

Non si dimentichi che la recente crisi ha messo in evidenza l'esistenza in un vero e proprio sistema bancario ombra, di veicoli speciali non consolidati nel bilancio dell'intermediario, di latenti conflitti di interesse e di rischio di insider trading, come nel caso delle agenzie di rating i cui assetti proprietari sono costituiti da investitori finanziari. Ma la stessa crisi ha posto in evidenza l'insorgere di eventi imprevedibili (ad esempio il caso del fallimento di Lehman<sup>4</sup>). Accrocchio di problemi di cui ancora si discute in dibattiti che, per l'opposizione di molti, ormai hanno più il sapore del genere letterario che non quello degli impegni da adempiere. Ma il prolungarsi di un dibattito così inconcludente non può che contribuire ad accrescere la sfiducia delle famiglie.

Ma una ulteriore cautela si impone per non generare nuova sfiducia nelle famiglie.

---

<sup>4</sup> Ad esempio, due settimane dopo il fallimento di Lehman il premio Nobel per l'economia Paul Krugman (2008) sostenne che Paulson aveva sbagliato, che non era chiaro se Bernanke ci stesse e se Geithner fosse presente o altrove. Con modi più gentili il Ministro delle finanze francese Christine Lagarde definì il fatto "a genuine error" (2008). Dal canto suo Marcello De Cecco (2009) non ha esitato a definire la vicenda "un orrendo errore" dell'amministrazione Usa. Ciò che appare ragionevolmente certo è che il caso sia stato trattato con grande superficialità e imperizia se è vero che (*testimonianza di Buiter, Goodhart e Danielsson- House of Commons Usa, 2009*) Lehman fu frettolosamente ritenuta esposta per alcune centinaia di miliardi di dollari di CDS, contro un valore effettivo che fu determinato in appena 6 miliardi di dollari dopo il fallimento. Un valore di gran lunga inferiore a quello degli altri salvataggi in Usa. E così la imprevedibile decisione dell'amministrazione Usa di lasciare fallire Lehman innescò la crisi sistemica di fiducia su tutti i mercati finanziari del mondo. Sostiene Bernanke che "At that time, neither the Federal Reserve nor any other agency had the authority to provide capital ...and no means to preventing Lehman's failure existed". Annota Cox (a quei tempi capo della SEC) che "Lehman was also unique in that, unlike Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Citigroup, and hundred of other financial institutions that would receive taxpayer support...and other specially designed facilities, it did not receive such support". Cfr, *Testimony Before The House Financial Services Commission*, U.S. House of Representatives, 20 April 2010, mimeo.

Se l'informazione e l'educazione finanziaria favoriscono l'assunzione di maggiore consapevolezza e responsabilità da parte del risparmiatore, non si deve cadere nella tentazione di cogliere ciò come pretesto per ridurre corrispondentemente la responsabilità degli intermediari, dei regolatori e più in generale del sistema politico.

Alla maggiore consapevolezza delle famiglie non può corrispondere una minore responsabilità degli altri attori.

Ricordo a questo proposito che la direttiva europea MIFID e la profilatura dei clienti non deresponsabilizzano gli intermediari, ma li carica di evidenti responsabilità nei confronti delle famiglie che non possono essere disattese tramite una semplice richiesta di firma su di un documento cartaceo.

E' ovvio invece che la frode a danno dei risparmiatori e gli altri comportamenti di criminalità finanziaria esulano dal campo delle asimmetrie informative e dei conflitti di interesse per entrare nel dominio del diritto penale e non certo in quello del diritto civile dei mercati finanziari.

#### 7. Ancora una ultima riflessione sollecitata dalla crisi.

Se in questa sede intendo dare per scontato che gli **investitori professionali** siano in grado di comprendere e valutare pienamente tutte le informazioni finanziarie necessarie per le loro decisioni di investimento, ciò ritengo che non possa valere per le famiglie.

Per le **famiglie** ritengo infatti che la crisi finanziaria dovrebbe indurre a riflettere sulla opportunità di rivedere sia l'ipotesi per cui la razionalità individuale (che dovrebbe basarsi su di un set informativo completo e pienamente compreso) comporti anche quella collettiva, sia quella che gli individui si comportano razionalmente come postulato dalla teoria neoclassica. E' noto infatti che la teoria finanziaria classica sulle scelte di portafoglio e della formazione dei prezzi dei prodotti finanziari ipotizza che gli individui siano perfettamente razionali e agiscano utilizzando set informativi completi e omogenei. Ipotizza anche che i comportamenti dei risparmiatori siano coerenti con la teoria stessa.

Non intendo oggi fare richiami astratti alla teoria del funzionamento dei mercati finanziari se non per richiamare i risultati di quelle ricerche che dimostrano che gli investitori commettono sistematicamente errori di ragionamento e di preferenze non conciliabili con gli assunti della teoria classica. Tali ricerche hanno mostrato che il risparmiatore non è in grado di utilizzare tutta l'informazione disponibile e che è soggetto ad errori di interpretazione ed elaborazione della informazione stessa.

Si tratta dunque di valutare quali siano le conseguenze della complessità e dell'importanza delle barriere cognitive e dei comportamenti irrazionali che condizionano la comprensione e lo scambio di informazioni tra chi offre e chi domanda prodotti finanziari, per loro natura complessi.

Gli studi di finanza comportamentale e di economia cognitiva<sup>5</sup> mostrano che gli individui tendono ad acquisire e ad elaborare le informazioni utilizzando regole semplici e intuitive che se da un lato permettono di ridurre la complessità dell'investimento finanziario, dall'altro lato generano errori di comportamento che tendono a diventare sistemici nel comportamento dell'investitore stesso.

Ad esempio pare frequente la tendenza ad ignorare la dimensione del campione di prodotti finanziari preso in esame. E così le proprietà statistiche delle leggi dei grandi numeri sono erroneamente attribuite anche ai piccoli campioni.

In coerenza quanto ora detto, un impegno del Consorzio PattiChiari, che spero sia portato a termine nel corso del presente anno, è quello di offrire sul sito web del Consorzio stesso alcuni indicatori della distribuzione probabilistica degli indicatori di rischio associati al campione di prodotti raccolti nel sito medesimo.

Altro esempio. Una volta effettuata una scelta di investimento finanziario l'individuo tende a ricercare le informazioni che confermino tale scelta invece di cercare quelle che eventualmente la contraddicano, così come tende a ricercare una causa esterna alla quale imputare la responsabilità di investimenti finanziari sbagliati. Infine la raccolta delle informazioni appare influenzata dalla facilità con cui esse possono essere richiamate alla mente.

---

<sup>5</sup> Si veda il recente saggio e l'ampia bibliografia di N. Linciano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, CONSOB, Quaderni di finanza, n. 66, gennaio 2010.

Pare ovvio concludere che minore è il grado di cultura finanziaria dell'individuo maggiore sarà la difficoltà di richiamare alla mente le informazioni più ostiche da trattene. Ciò deve sospingere i produttori di norme, le autorità di vigilanza, gli intermediari alla semplificazione dei linguaggi, ricercando il trade off tra la completezza dell'informazione e la sua comprensibilità.

A questo riguardo si deve riconoscere, invece, la oggettiva non comprensibilità dei documenti finanziari oggi sottoposti all'attenzione delle famiglie e l'urgenza di imboccare la via della radicale semplificazione delle documentazioni, della standardizzazione dei contratti e dei prodotti: evitando l'uso di massa dei prodotti "ritagliati su misura".

I prospetti informativi che il risparmiatore dovrebbe leggere assomigliano sempre più ad un testo di finanza privata da portare agli esami dell'ultimo anno di una laurea specialistica in economia e regolazione dei mercati finanziari. Pare a me che tali prospetti siano redatti a scopo di tutela da eventuali cause risarcitorie a danno dell'intermediario e dell'emittente piuttosto che a tutela del risparmiatore.

Il legislatore e il regolatore appaiono più preoccupati di non ledere la loro reputazione, richiedendo un insieme di informazioni che non pare mai chiuso, piuttosto che agire per la sua più semplice comprensione da parte del risparmiatore.

La cultura giuridica che pervade ogni documento finanziario pare un ostacolo quasi insuperabile per la semplificazione e la comprensione della informazione finanziaria rivolta alle famiglie. Il *trade off* tra completezza e trasparenza dell'informazione e la sua semplificazione pare ancora a danno di quest'ultima.

In questo contesto, risulta assai arduo imboccare una strada che semplifichi i documenti senza incorrere nella opacità degli stessi, stante la prevalente cultura pandettistica di molti che a sua volta ignora i concetti che stanno alla base della finanza (su cui mi sono prima intrattenuto) e che si sposa con una pervasiva litigiosità da condominio spesso assecondata dalle professioni legali e dai media (i "paparazzi").

8. Vengo allora, in chiusura, ai “**paparazzi**” e al loro ruolo che può contribuire a invertire la direzione del fluire delle informazioni e dei messaggi: non più dai produttori di informazioni alle famiglie (soggetti passivi), ma da queste agli altri attori sui mercati finanziari.

E' stato acutamente osservato a questo riguardo (L. Lowenstein<sup>6</sup>, professore emerito alla Columbia University) con esplicito ricorso all'opera scientifica di Albert O. Hirschman<sup>7</sup>, che gli investitori non professionali come le famiglie dispongono di soli due strumenti per mandare informazioni e messaggi al mercato e agli amministratori della società di cui sono clienti: **Exit oppure Voice**. Ovvero: vendere, cambiare intermediario o protestare, ad esempio nell'assemblea degli azionisti.

Ma poiché, in caso di dissenso con l'andamento del mercato o con l'operato degli emittenti o degli intermediari la loro **Voice** è costosa da organizzare e da esprimere (ad esempio, nel caso degli azionisti, occorre recarsi in assemblea, dopo avere raccolto tutte le informazioni sulla impresa partecipata), sovente, agli azionisti di minoranza o ai clienti (spesso famiglie) non rimane che l'**Exit**, ovvero la vendita delle azioni sul mercato o il cambio di intermediario. Atti, questi ultimi, che, tuttavia, mandano segnali assai deboli agli altri attori sui mercati, stante l'elevato numero delle transazioni che giornalmente coinvolgono i mercati finanziari.

Non rimane dunque che la **Voice dei Paparazzi**, ovvero di tutti quei soggetti cui opinione non può essere trascurata dal mercato e dagli amministratori (**Voice is power**, dice Lowenstein). Ma affinché tale voce si esprima occorre che gli stessi soggetti siano non soltanto adeguatamente e tempestivamente informati sulla vita della società e sui comportamenti degli amministratori, ma anche che dedichino parte del loro tempo alla propria educazione finanziaria che non ha mai fine stante l'incessante processo di innovazione finanziaria che richiede tempo ed impegno per essere adeguatamente compresa.

Anche per i “paparazzi” vale l'esigenza di una educazione finanziaria permanente. I codici di deontologia professionale e l'aggiornamento dei **paparazzi** si stanno rivelando sufficientemente efficaci a questo fine ?

---

<sup>6</sup> L. Lowenstein , *Corporate Governance and the Voice of Paparazzi*, The Center for Law and Economic Studies, Columbia University, Working Paper, n. 132, 1999, mimeo.

<sup>7</sup> A. O. Hirschman, *Lealtà, Defeazione, Protesta*, Bompiani, 1982.

Concludo queste suggestioni introduttive al Convegno di oggi, ricordando che problemi e concetti non molto dissimili a quelli oggi esposti sono stati sinteticamente espressi con efficacia dal professor B. Black della Stanford University (UCLA), noto ed apprezzato studioso di *law and economics* a livello internazionale. Sostiene il prof Black, “ *vi è della magia nei mercati dei prodotti finanziari. Gli investitori pagano enormi quantità di denaro per disporre di diritti intangibili, il cui valore dipende dalla qualità della informazione che l'investitore riceve e dalla onestà di altri signori di cui l'investitore sa quasi nulla*<sup>8</sup>”.

Le riflessioni esposte ambiscono a contribuire a fare sì che tale magia non si dissolva ancora una volta. Le famiglie non concederebbero un ulteriore appello.

Grazie per l'attenzione.

IT10Z0316901600000314737636

---

<sup>8</sup> B. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, Stanford Law School, UCLA Law Review, vol.48, 2001, pp.781-855.