

Dipartimento di *Impresa e Management*

Cattedra di *Economia dei mercati e degli intermediari finanziari*

**Educazione finanziaria e Mifid II per una maggiore tutela  
dell'investitore retail.**

**Relatore:** *Prof. Alfredo Pallini*

**Candidato:** *Stefano Maricchiolo*

**Matricola:** *198181*

Anno accademico

2017/2018

*A mia madre, a mio padre e  
ai miei nonni*

## Sommario

Introduzione .....	5
1 L'investitore finanziario .....	6
1.1 Chi è l'investitore retail? .....	6
1.2 Obblighi informativi e di condotta degli IF: i pilastri del sistema normativo pre MiFID II a tutela del piccolo investitore. ....	8
1.2.1. Criteri generali.....	9
1.2.2 Suitability rule e il giudizio di appropriatezza .....	12
2 L'educazione finanziaria .....	14
2.1 Come definire la Finacial Education .....	15
2.2 Provvedimenti internazionali, comunitari e nazionali in materia di educazione finanziaria. ....	17
2.3 L'alfabetizzazione finanziaria e la sua diffusione in Italia .....	24
3 Tra educazione finanziarie e tutela normativa: nasce la Mifid II.....	35
3.1 Presidi a tutela dell'investitore .....	36
3.1.1 . Trasparenza informativa su costi, incentivi e tipologia di servizio d'investimento e obblighi comportamentali in capo agli IF. ....	36
3.1.2 Criteri adeguatezza investimenti per il cliente. ....	38
3.1.3 La consulenza "qualificata" .....	40
3.1.4 Product Governance. ....	40
3.1.5 Production Intervention.....	42
3.1.6 Risoluzione stragiudiziale .....	43
Conclusioni.....	45
Bibliografia.....	47
Indice figure .....	48



## Introduzione

Tale elaborato ha lo scopo di evidenziare il processo evolutivo che ha riguardato la tutela dell'investitore retail all'interno dei mercati finanziari, e di dimostrare come l'educazione finanziaria svolga un ruolo chiave nello sviluppo futuro della stessa. A tal proposito si mette in risalto il rapporto tra l'educazione finanziaria, intesa come strumento di autotutela dell'investitore, e gli interventi normativi condotti dal legislatore comunitario e italiano, guardando con particolare attenzione all'introduzione della Markets in financial instruments directive II" (MiFID II), direttiva europea entrata in vigore il 3 gennaio 2018, importante ed innovativo passo nella tutela dell'investitore.

I frequenti shock finanziari che si sono susseguiti negli ultimi decenni hanno dato prova della fragilità dell'investitore retail, condizione aggravata da evidenti lacune all'interno del sistema normativo a sua tutela. La voglia di comprendere la ragione di questo status di debolezza dell'investitore è stato lo stimolo che mi ha portato alla redazione di questo elaborato.

La tesi è strutturata in 3 capitoli. All'interno del primo capitolo è stata condotta un'analisi del quadro normativo comunitario e italiano in materia di tutela dell'investitore pre MiFID II per rintracciare le caratteristiche di tale figura e definire in che modo l'ordinamento giuridico si adoperi per la sua protezione. A riguardo si è fatto riferimento principalmente alla direttiva comunitaria di primo livello 2004/39/CE e al Testo unico della Finanza(TUF). Da essi emerge l'interesse del legislatore nei confronti della tutela dell'investitore in quanto propedeutica al corretto funzionamento del mercato e in termini più ampi dell'economia di ogni paese. La posizione di debolezza dell'investitore risulta essere legata essenzialmente ai gap informativi insiti ai contratti d'investimento. L'ordinamento giuridico italiano, con l'ausilio dell'impulso comunitario, introduce una classificazione dell'investitore funzionale a modulare l'intervento della normativa a sua tutela.

Il secondo capitolo riporta e analizza la definizione espressa dall'OCSE di educazione finanziaria, sottolineandone l'importanza e l'impegno profuso dalle istituzioni mondiali, europee e italiane per una maggiore sensibilizzazione della popolazione rispetto al suo valore. Si introduce quindi il concetto di alfabetizzazione finanziaria e si commentano successivamente i dati forniti dai rilevamenti condotti dalla Banca d'Italia e dall'OCSE, relativi al livello di alfabetizzazione finanziaria in Italia tra giovani e gli adulti, in relazione i risultati ottenuti per gli altri paesi coinvolti nelle indagini.

Infine nell'ultimo capitolo si esamina la struttura della MiFID II e il rapporto che intercorre tra essa e l'educazione finanziaria. Quest'ultima direttiva, infatti, introduce una serie di novità normative con riferimento alla tutela dell'investitore, discusse passo dopo passo lungo il capitolo. Essa attribuisce maggiori poteri all'autorità di vigilanza dei mercati e apporta ulteriori obblighi organizzativi ma soprattutto informativi alle imprese d'investimento. La MiFID II induce, sotto più aspetti, gli intermediari finanziari ad una maggiore trasparenza nei confronti dell'investitore introducendo obblighi aggiuntivi d'informazione "attiva" del cliente. In tal senso è possibile interpretare la MiFID II come uno strumento attraverso il quale il legislatore vuole velocizzare il processo di alfabetizzazione finanziaria in Europa, consegnando alle imprese d'investimento il ruolo di "informatori" e "formatori" della loro clientela.

# 1 L'investitore finanziario

Nell'immaginario collettivo la figura dell'investitore finanziario è associata a un individuo che impiega il proprio capitale per l'acquisto di una o più attività finanziarie, con lo scopo di trarne profitto a seguito di una futura vendita. Sebbene l'attività d'investimento sia senza altro il suo tratto peculiare, tale definizione risulta superficiale. La tutela dell'investitore gioca un ruolo fondamentale all'interno del funzionamento dei mercati finanziari a tal punto da indurre il legislatore ad intervenire a più riprese rispetto a questo tema.<sup>1</sup> Per questo motivo diventa fondamentale delinearne il suo profilo. Nei contratti relativi ai servizi d'investimento, è necessario che venga indentificato l'investitore e le peculiarità affinché possano essere fatte valere le disposizioni a sua protezione. In base alle caratteristiche di quest'ultimo il legislatore ha previsto l'attuazione di diverse normative in modo da riuscire a conciliare un'adeguata tutela del cliente con un efficace ed efficiente funzionamento del mercato.<sup>2</sup> La motivazione di questa protezione dell'investitore finanziario è che si vuole "rinforzare la posizione di chi, acquisendo sul mercato beni o servizi per scopi estranei alla propria attività professionale, e quindi privo di specifiche conoscenze ed esperienze in grado di renderlo più accorto nell'acquisto, si trova in una situazione d'inferiorità conoscitiva rispetto al venditore" (Renato Rordorf, 2012). Quando l'investitore però presenta spiccate competenze in ambito finanziario e anni di esperienza all'interno dei mercati, caratteristiche riscontrate con frequenza per gli investimenti decisamente a carattere speculativo, il suo status di parte contrattuale più debole si attenua anche se alcune regole di carattere generale<sup>3</sup> trovano applicazione indipendentemente dalla tipologia di investitore. Nell'ottica del legislatore la normativa a protezione dell'investitore è necessaria perché essa apporta maggiore fiducia nei mercati assicurandone l'integrità<sup>4</sup> ed inoltre tutela il cliente, che all'interno dei contratti relativi ai servizi d'investimento, seppur competente in materia finanziaria, dovrà affidarsi all'operare dell'intermediario, aspetto che denota come tale tipo di rapporto contrattuale sia squilibrato a priori. L'interesse privato e pubblico si intrecciano ed è da qui che nasce la costante attenzione del legislatore nazionale e comunitario.

## 1.1 Chi è l'investitore retail?

Come lasciato dedurre dal paragrafo precedente non sempre alla figura dell'investitore corrisponde un soggetto esperto in ambito finanziario. Molti dei clienti degli intermediari sono infatti degli individui che decidono di investire il loro capitale all'interno dei mercati nonostante siano privi delle necessarie competenze. Questi soggetti sono assimilabili nel profilo dell'investitore retail. L'ordinamento tutela tale figura attraverso una particolare serie di obblighi a cui sono sottoposti gli intermediari. Sembra infatti evidente come l'eventuale applicazione della stessa normativa a supporto di un investitore "professionale" possa portare a una dissipazione inutile di risorse, sia per l'intermediario, che per l'investitore : il primo

---

<sup>1</sup> L'art. 5, co. 1, lett. b), del t.u.f. precisa come la protezione degli investitori sia uno degli obiettivi che il legislatore persegue e l'art.21,co.1, istituisce l'obbligo per gli intermediari di "servire al meglio l'interesse dei clienti"

<sup>2</sup> Come riportato da Gioia, Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario, in I contratti del mercato finanziario, Tomo secondo, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2011, 53 ss., "La Investment Services Directive (direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993) aveva già inteso evitare l'applicazione di regole informativa troppo onerose per clienti esperti con conseguente tutela particolarmente pregnante per soggetti qualificati e dotati di specifica conoscenza del mercato e dei servizi finanziari"

<sup>3</sup> Si veda per esempio come l'art.21 comma 1 lettera a) del t.u.f.

<sup>4</sup> Cfr. l'art.21 comma 1 lettera a) del t.u.f.

pagherà i costi causati dall'osservanza di regole esageratamente restrittive; il secondo sopporterà i danni provocati, per esempio, dall'eccessiva lentezza nello svolgimento delle operazioni, o dall'aumento delle spese relative al servizio di intermediazione.

L'esigenza di modulare le normative a tutela dell'investitore in base alle sue caratteristiche trova riscontro nell'ordinamento giuridico, dove più volte il legislatore ha classificato la clientela degli intermediari finanziari affinché riuscisse a soddisfare tale necessità.

Già nella primordiale versione del T.U.F. la definizione di investitore non era univoca. Essa categorizzava gli investitori in: cliente al dettaglio, da un lato, e l'operatore qualificato dall'altro. Il primo, lontano dal campo dell'intermediazione finanziaria, beneficiava di una serie di norme a sua tutela, mentre al secondo veniva negata l'applicazione delle normative relative al conflitto di interessi, della disciplina riguardante l'informazione, l'adeguatezza delle operazioni e la best execution.<sup>5</sup> Il comma 2 dell'art. 31 del Regolamento Consob del 1998 definisce i soggetti giuridici identificabili nell'operatore qualificato e solo attraverso un approccio residuale la nozione di investitore retail. Tale tipo di bipartizione si è reputata inopportuna, poco funzionale all'individuazione degli investitori in base al loro livello di competenze e di esperienze all'interno dei mercati finanziari<sup>6</sup>. È stata prevista infatti una sua modifica all'interno della direttiva comunitaria di primo livello 204/39/CE ovvero la Market in Financial Instruments Directive (MiFID), che viene recepita e applicata con il d.lgs. n 164/2007. Questa normativa comunitaria segna un punto di svolta nella regolamentazione dei rapporti all'interno dei contratti di servizio d'investimento, attraverso la quale la Comunità Europea mira all'esigenza di assicurare una migliore tutela dell'investitore all'interno del territorio UE. La nuova prevede una suddivisione della clientela in: clienti al dettaglio, controparti qualificate e clienti professionali. Tale tipo di classificazione però a differenza che in passato risulta essere dinamica ovvero è previsto dalla normativa stessa una modifica della classificazione della attribuita alla clientela, sotto richiesta del cliente oppure su iniziativa dell'intermediario<sup>7</sup>. Qualora la modifica fosse richiesta dal cliente l'approvazione viene lasciata a discrezione dell'intermediario. Analizziamo adesso le tipologie di clienti introdotte dalla MiFID e i requisiti indicati dalla normativa che gli intermediari devono osservare un essi per essere classificati come tali.

- Controparti qualificate. Gli individui che appartengono a tale tipo di categoria devono essere in possesso di determinate caratteristiche. Devono soddisfare le caratteristiche dell'art. 6, comma secondo quater, lett. d), n.1 del t.u.f.<sup>8</sup> L'attribuzione dell'investitore alla categoria dell'operatore qualificato rileva solo nel caso di servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per

---

<sup>5</sup> Si veda art.31 comma 1, Regolamento Consob del 1998

<sup>6</sup> Si veda "Documento di consultazione del 4.8.2003" fortemente influenzato dal documento "European regime of investor protection : The professional and the counterparty regimes" del CESR (Committee of European Securities Regulator)

<sup>7</sup> Si veda art.35 comma 3 regolamento Consob 16190/2017.

<sup>8</sup> L'art. 6, comma secondo quater, lett. d), n.1 del t.u.f.<sup>8</sup> afferma: "1) le Sim, le imprese di investimento UE, le banche, le imprese di assicurazione, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del Testo Unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2014/65/UE e alle relative misure di esecuzione; 3) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri 1) e 2) di soggetti di paesi non appartenenti all'Unione Europea" (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 1998)

conto dei clienti e ricezione e trasmissione di ordini, inclusi i servizi accessori direttamente connessi alle relative operazioni. (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)<sup>9</sup>

- Clienti professionali. Le caratteristiche che deve presentare l'investitore appartenente a questa categoria vengono riportate dall'allegato II della direttiva MiFID. Esso afferma che "Un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume" (Parlamento e Consiglio Europeo, 2014). L'allegato II e art. 6, comma secondo quinquies del T.U.F., introdotto dal d.lgs. 17.9.2007, n. 164 riportano altri ulteriori distinzioni interne a tale categoria: il primo identifica clienti professionali di diritto e quelli su richiesta mentre il secondo divide i clienti professionali in pubblici e privati<sup>10</sup>
- Clientela al dettaglio. Anche a seguito MiFID la definizione di tale categoria avviene de residuo e per questo si è reputata necessaria la trattazione delle altre tipologie di clienti. Sono quindi clienti al dettaglio coloro che non riportano le caratteristiche delle controparti qualificate e dei clienti professionali.

A queste categorie corrisponde una diversa tutela secondo il così detto principio di graduazione, in modo proporzionale alle competenze e all'esperienze che il cliente dispone. I clienti al dettaglio sono la tipologia di investitore per cui l'ordinamento prevede una maggiore tutela anche a discapito di maggiori numerosi obblighi aggiuntivi tipo informativo e comportamentale in capo agli intermediari. Per esempio per le controparti qualificate, il legislatore ha previsto che non si applichino le regole di condotta presenti dall'articolo 22 all'art.56 del regolamento Consob<sup>11</sup> ad eccezione fatta dell'art.35, che obbliga l'intermediario a comunicare al proprio cliente la classificazione a cui è stato assegnato. L'intermediario quindi, a differenza di quanto accade nei rapporti con i clienti al dettaglio, in questo caso non sarebbe sottoposto agli obblighi generati dall'applicazione relative al conflitto di interessi, all'adeguatezza dell'operazione, alla best execution, etc.<sup>12</sup>

## 1.2 Obblighi informativi e di condotta degli IF: i pilastri del sistema normativo pre MiFID II a tutela del piccolo investitore.

Come già detto nei paragrafi precedenti l'investitore retail risulta essere il contraente più debole all'interno dei contratti relativi ai servizi d'investimento. Ciò è dipeso dal dislivello informativo presente tra le parti di questa tipologia di contratti, che oltretutto è causa di due ulteriori esternalità negative di mercato a cui l'ordinamento deve far fronte: la selezione avversa (c.d. adverse selection o anche hidden information) ovvero il "comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nella fase precontrattuale con l'intento di nascondere o manipolare informazioni per ingannare la controparte" (Chiabrera, 2018), ed l'azzardo morale

---

<sup>9</sup> Cfr. Articolo 1 del t.u.f, comma 5, lettere a), b) ed e)

<sup>10</sup> Per più specifiche delucidazioni si rinvia ai paragrafi "CATEGORIE DI CLIENTI PROFESSIONALI" e "CLIENTI CHE SU RICHIESTA POSSONO ESSERE TRATTATI COME PROFESSIONALI" dell'Allegato II della direttiva comunitaria di primo livello 204/39/CE e al d.lgs. 17.9.2007, n. 164

<sup>11</sup> Si fa riferimento al comma 1 dell'art.58 Regolamento Consob n. 16190/2007.

<sup>12</sup> Cfr. Lucantoni, La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in diffinità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva MiFID, nota a Trib. Biella, 5.4.2007, in Banca, borsa e tit. cred., 2009, 84; Frumento, Le informazioni fornite ai clienti in MiFID, in La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, a cura di Zitiello, Ita, 2007, 175 ss.; Gabrielli-Lener, Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID, in I contratti del mercato finanziario, Tomo primo, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2011, 33 ;Barcellona, Mercato mobiliare e tutela del risparmio, Giuffrè 2009, 125



(c.d. moral hazard o anche hidden action) cioè l'atteggiamento sleale "messo in atto da un soggetto nell'esecuzione delle sue obbligazioni contrattuali in presenza di asimmetria informativa, contratto incompleto e difficoltà di stabilire, anche a causa della non osservabilità delle azioni, se le parti hanno rispettato i termini dell'accordo" (Gianecchini). Nel corso del tempo, Il legislatore ha riconosciuto gli obblighi informativi e di condotta che gravano sugli IF come i più efficaci strumenti di tutela dell'investitore, in grado quindi di attenuare le difficoltà dovute dalla mancanza di trasparenza e perfetta informazione all'interno dei mercati. Se ne analizzano adesso i tratti salienti.

### 1.2.1. Criteri generali

L'art. 21 del T.U.F<sup>13</sup>, presente nella Parte II, "Disciplina degli intermediari", Titolo II "Servizi e attività di investimento", Capo II "Svolgimento dei servizi e delle attività", riporta i "Criteri generali" di comportamento ai quali devono attenersi gli IF indipendentemente dal tipo di clienti con cui interagiscono. Esso esige che :

"1. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

1-bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:

- a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando
- b) idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;
- c) b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;
- d) c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati" (Parlamento Europeo, 2008)

#### 1.2.1.1 Obblighi comportamentali di diligenza, correttezza e trasparenza.

Gli intermediari come riportato dall'art.21 comma 1 a) devono "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"<sup>14</sup> (Parlamento Europeo,

---

<sup>13</sup> Si fa riferimento alla versione del TUF antecedente al recepimento della direttiva MiFID II poiché la trattazione di quest'ultima viene rimandata al terzo capitolo.

<sup>14</sup> L'art.21 comma 1 lettera a) espone nuovamente in forma quasi invariata quanto già previsto dall'art. 6 l. n. 1/91 e dall'art. 17 d.lgs. n. 415/96 Cfr. M. C. VENUTI, Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza, nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare, in Europa dir. Priv., 2010, pp. 1049 ss.

2008). Tale norma evidenzia lo stretto rapporto presente tra la disciplina di diritto comune e quella speciale riguardo i doveri comportamentali degli intermediari finanziari<sup>15</sup>. Diligenza, correttezza e trasparenza sono, standard comportamentali su cui si fonda la regolamentazione dell'attività dei soggetti abilitati e dei loro rapporti con il pubblico. Il termine diligenza, in maniera analoga alla professionalità, fa riferimento alle "modalità di esecuzione della prestazione e impone al debitore di fare tutto quanto necessario a soddisfare l'interesse del creditore all'esatto adempimento" (Brocardi, Dispositivo dell'art. 1176 Codice civile) utilizzando strumenti, tecniche, esperienze e competenze utili a far ciò. La clausola determina quindi il modo in cui l'intermediario deve adempiere ai propri obblighi e conseguentemente le responsabilità in capo ad esso. Essendo l'intermediario un professionista è possibile valutare la sua diligenza nell'attività svolta per il cliente nei termini riportati dall'art. 1176, comma 2 del codice civile.

Il concetto di correttezza fa invece riferimento al dovere degli IF di comportarsi con lealtà e onestà, richiamando così l'art. 1175 c.c. Essa "non impone [...] un comportamento a contenuto prestabilito. Essa è piuttosto una clausola generale che richiede comportamenti diversi, positivi od omissivi, in relazione alle concrete circostanze di attuazione del rapporto. [...]. La prevalenza del principio di buona fede [correttezza] sulle determinazioni contrattuali consegue al suo carattere di ordine pubblico. La buona fede rappresenta uno dei principi portanti del nostro ordinamento" (M. Bianca, 1983)<sup>16</sup> Tale atteggiamento si può esigere da qualsiasi soggetto in quanto non dipende minimamente dalle competenze da esso possedute. Inoltre il principio di correttezza e diligenza all'interno dei contratti di investimento sono causa di ulteriori obblighi in capo agli IF. A tal proposito si pensi agli obblighi informativi che possono essere visti come un espediente, introdotto dal legislatore, che porti a una specificazione degli obblighi comportamentali sugli IF modo da minimizzare il rischio d'imprevedibilità dei provvedimenti giuridici nella valutazione dell'applicazione dei principi di correttezza.

Altro principio generale comportamentale è quello della trasparenza. Esso prevede che l'intermediario metta a disposizione della clientela, durante tutta la durata di svolgimento del servizio d'investimento, informazioni complete, funzionali alle richieste dell'investitore e facilmente comprensibili. La necessità che le informazioni siano comprensibili "è particolarmente avvertita nell'ambito dell'intermediazione finanziaria dato proprio il tecnicismo della relazione negoziale, la quale presenta alti margini di opacità"<sup>17</sup>. La trasparenza rappresenta "cioè il concetto di informazione adeguata e completa, che si sostanzia nel dovere dell'imprenditore di far conoscere al cliente le condizioni del contratto, prima della stipula dello stesso"<sup>18</sup>. Tale principio viene introdotto dall'art. 17 del D.Lgs 415/1996<sup>o</sup> ovvero il così detto decreto Eurosim, con lo scopo di attenuare il divario informativo insito ai contratti d'investimento, una delle più importanti cause della posizione di debolezza dell'investitore. Il principio di trasparenza infatti è a carico solo del contraente più forte a livello contrattuale ovvero l'intermediario finanziario. Attraverso tale principio si vuole indirizzare l'investitore verso una migliore e consapevole gestione del patrimonio e assicurare maggiore credibilità e stabilità ai mercati finanziari, in modo da renderne sempre più efficace il loro funzionamento, data la loro rilevanza nel soddisfacimento delle necessità di risorse finanziarie delle imprese e conseguentemente nello sviluppo economico<sup>19</sup>.

---

<sup>15</sup> Cit. P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, op. cit., p. 254.

<sup>16</sup> BIANCA M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in Riv. Dir. Civ., 1983, I, 206

<sup>17</sup> GRECO F., *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, p. 61

<sup>18</sup> Cit. C. RABITTI BEDOGNI, p. 176.

<sup>19</sup> Si confronti con ABADESSA P., *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in Banca, borsa e tit. cred., 1982, I, 305

Un'ultima considerazione va fatta in merito alle finalità che il legislatore attribuisce a questi principi comportamentali. Essi hanno l'obiettivo il perseguimento dell'interesse del cliente e la salvaguardia del mercato. Finalità tenute stretto legame dal valore della fiducia all'interno delle dinamiche di mercato. Infine è da notare come il legislatore abbia specificato che gli obblighi comportamentali vengono inseriti con lo scopo di servire "al meglio" l'interesse del cliente. La locuzione "al meglio" è stata introdotta a seguito del recepimento della MiFID. Essa è l'emblema dell'obbligo di best execution introdotto dalla MiFID e dall'art. 45 reg. Consob n. 16190/2007, che impone all'intermediario di mirare al migliore risultato finanziario per l'investitore possibile in riferimento alle caratteristiche dello stesso.

#### 1.2.1.2 Obblighi informativi

Il legislatore ha più volte introdotto disposizioni che abbiano previsto l'introduzione di obblighi informativi con lo scopo di assottigliare il gap informativo nella relazione tra cliente e intermediario, garantendo contemporaneamente trasparenza. L'art. 21, 1° co. lett. b), T.U.F. apporta un duplice obbligo in capo all'intermediario. A tal proposito si parla infatti di informazione "attiva" e "passiva". La prima impone all'intermediario di comunicare interamente il patrimonio informativo riguardante la tipologia di operazione che sta effettuando e l'eventuale tipo di prodotto che sta acquistando/vendendo. Essa è da considerarsi funzionale all'obiettivo "trasparenza" a cui aspira il sistema normativo che regola i mercati finanziari, con il quale si vuol rendere l'investitore maggiormente consapevole in merito alle proprie scelte d'investimento. L'informazione "passiva" obbliga gli intermediari a racimolare maggiori informazioni strumentali a indirizzare al meglio il cliente nel raggiungimento dei suoi obiettivi. Sono due le attività di informazione passiva alle quali gli IF devono assolvere: devono cogliere indicazioni dall'investitore (c.d. know your customer rule) e informarsi a proposito dei prodotti finanziaria adatti alle necessità del cliente (c.d. know your merchandise rule). Con il principio di graduazione introdotto dalla MiFID è prevista l'applicazione di diverse norme in base alla tipologia di servizio che l'intermediario fornisce e al cliente con cui l'intermediario si interfaccia. Questo ultimo aspetto accentua l'importanza della know your customer rule che diventa strumento di classificazione dell'investitore. La Consob ha specificato che tipo di informazioni gli IF debbano acquisire sulla clientela in base alla tipologia di servizio d'investimento. La regolamentazione più restrittiva riguarda i servizi di consulenza e di gestione di portafoglio in quanto questi sono caratterizzati da maggiore discrezionalità rispetto a servizi meramente esecutivi.<sup>20</sup> Essa è rintracciabile all'interno dell'art.39 del regolamento Consob n.16190/2007 che riporta che sono repute necessarie informazioni "in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento" (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa).

#### 1.2.1.3 Obblighi organizzativi

L'art. 21, 1° comma lettera. d), T.U.F. fa sorgere degli obblighi organizzativi in capo agli IF. Nell'ottica del legislatore non si può ottemperare agli obblighi diligenza, correttezza e trasparenza, facendo a meno di una struttura organizzativa adeguata in grado di fornire in maniera efficace e efficiente il servizio d'investimento richiesto dal cliente. Questo tipo di obbligo potrebbe essere visto come complementare al principio di

---

<sup>20</sup> Per una più ampia trattazione degli obblighi su servizi diversi da quelli di consulenza e di gestione di portafogli si rinvia all'art. 41 del reg. Consob n. 16190/2007 e art. 43 reg. Consob n. 16190/2007

condotta del comma 1 lettera a) . Infatti qualora l'intermediario fosse inadempiente, la struttura organizzativa dello stesso incide nella valutazione delle responsabilità a lui attribuibili.

#### 1.2.1.4 Disciplina conflitto di interessi

Lo scopo di lucro dell'intermediario finanziari potrebbe interferire con il raggiungimento del miglior risultato finanziaria possibile per l'investitore. Come è fisiologico infatti gli IF potrebbero dare priorità ai loro interessi piuttosto che a quelli del cliente non rispettando così le regole di condotta. In tal senso la normativa in merito al conflitto di interessi risulta giocare un ruolo di supporto fondamentale ai principi comportamentali dalla lettera a) del comma 1 presente nell'art.21 del TUF. Se in prima battuta il legislatore ha cercato bloccare il servizio qualora fosse stato presente un caso di conflitto di interessi<sup>21</sup>, nel tempo tale posizione è stata attenuata. Con il recepimento della MiFID, come si può dedurre dal riformato d.lgs. n. 164/2007, si cerca di far sì che gli intermediari possano gestire il conflitto di interessi mediante interventi di natura organizzativa o con altri strumenti che scongiurino un danno all'investitore.<sup>22</sup>

#### 1.2.2 Suitability rule e il giudizio di appropriatezza

A supporto dei criteri generali citati precedentemente il legislatore ha previsto delle regole di condotta integrative a tutela dell'investitore che permettono di modulare gli obblighi in capo agli IF. In particolare si vuol far riferimento alle regole di adeguatezza (Suitability rule) e di appropriatezza presenti all'interno del regolamento degli intermediari.

La Suitability rule viene disciplinata all'interno degli art.39 e 40. Essa viene applicata esclusivamente ai servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, al contrario per altri servizi sarà invece impiegata la meno restrittiva regola di adeguatezza. La regola di adeguatezza prevede che una volta raccolte le informazioni riguardanti l'investitore, l'intermediario finanziario debba analizzare la coerenza dell'operazione che si intende effettuare rispetto alla tipologia di cliente di riferimento e ai suoi conseguenti obiettivi. L'inquadramento di un investitore all'interno di una determinata categoria di cliente della MiFID comporta una diversa modulazione della regola di adeguatezza. Le informazioni in merito al cliente che l'intermediario deve analizzare riguardano: a) la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) la situazione finanziaria; c) gli obiettivi di investimento.<sup>23</sup> (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) Il secondo, il terzo e il quarto comma dell'art.39 specificano le informazioni delle quali l'intermediario deve essere a conoscenza per esprimere un valido giudizio di adeguatezza rispetto all'operazione finanziaria scelta dall'investitore. Più dettagliatamente IF deve conoscere la condizione economico patrimoniale del cliente, il suo livello di conoscenze e la frequenza nell'utilizzo dei mercati finanziari e dei relativi strumenti in esso, e i suoi obiettivi d'investimento, tenendo

---

<sup>21</sup> Si fa riferimento all' art. 27 reg. Consob n. 11522/1998 in cui si affermava: "Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione".

<sup>22</sup> Cfr. V. SANTOCCHI, Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza, in I contratti del mercato finanziario, a cura di E. GABRIELLI-L. LENER, Milano, 2011, p. 303.

<sup>23</sup> Si veda art.39 Regolamento intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016

in considerazione delle sue preferenze in termini di sopportazione del rischio e di durata d'impiego del capitale (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)<sup>24</sup>. Infine i commi 2 e 3 dell'art.40 prevedono in che modulo modulare le regole di adeguatezza qualora l'intermediario si confronti con un cliente professionale. Si presume infatti che egli abbia l'esperienza e la competenza tale da cogliere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio e che "sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento"<sup>25</sup> (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa).

La regola di appropriatezza essa si applica anche a tutti i servizi d'investimento diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli. In tal caso l'art.41 obbliga gli intermediari a essere a conoscenza delle medesime informazioni riportate dal comma 2 dell'art.39 e in base ad esse "verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta" (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)<sup>26</sup>. Anche stavolta però la norma non trova applicazione qualora il cliente venga classificato come professionale in quanto si reputa capace di valutare autonomamente la propria operazione (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> Si veda. art.39 comma 2, 3 e 4 del Regolamento intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016

<sup>25</sup> Cit. art.40 comma 3 del Regolamento intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016

<sup>26</sup> Cit. art.42 comma 1 del Regolamento intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016

<sup>27</sup> Si confronti art.42 comma 3 del Regolamento intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016

## 2 L'educazione finanziaria

L'educazione finanziaria è uno dei temi più discussi all'interno dei dibattiti economici. La crisi del 2008, la restrizione del credito e il susseguirsi di scandali finanziari, come i recenti casi Mps e Banca Etruria, hanno sottolineato l'inadeguatezza del sistema di tutela dell'investitore<sup>28</sup> e l'esigenza di migliorarlo attribuendo all'educazione finanziaria, un ruolo chiave all'interno dello stesso<sup>29</sup>. L'art. 4 d.lgs. n. 206/2005 (Codice del Consumo), individua l'educazione come un diritto del consumatore funzionale alla sua difesa. Tale disposizione si serve di una formula assai generale che permette di includere, all'interno della definizione di consumatore, il soggetto fruitore di servizi finanziari. Infatti il consumatore "è la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta" (Brocardi, Dispositivo dell'art. 3 Codice del consumo)<sup>30</sup>. L'educazione "nella logica sequenziale che ha ispirato il criterio della riagggregazione sistematica, si pone come antecedente indispensabile al fine di sviluppare strutture cognitive idonee a fruire di un'offerta complessa, in particolare per quanto riguarda prodotti ad elevato contenuto tecnico, come i servizi finanziari" (Rossi Carleo & Alpa, 2006)<sup>31</sup>. Essa "si identifica nella predisposizione di informazioni non commerciali che consentano al consumatore una conoscenza del mercato idonea a renderlo consapevole delle proprie scelte di consumo"<sup>32</sup>. Nonostante ciò il diritto all'educazione a cui fa riferimento l'art. 4 d.lgs. n. 206/2005 circoscrive il suo raggio d'azione ai soggetti che presentano le caratteristiche del consumatore mentre il diritto all'educazione finanziaria dovrebbe escludere tale restrizione, prevedendo come proprio target il cittadino.

Ma cos'è l'educazione finanziaria? Potrebbe essere descritta come il processo attraverso il quale si vogliono fare accrescere e maturare competenze economiche finanziarie in un individuo, come il piccolo risparmiatore. L'obiettivo è quello di assicurare ad ogni soggetto un livello culturale finanziario tale da far sì che egli possa pianificare al meglio il proprio futuro, scegliendo con piena consapevolezza i metodi di investimento del proprio risparmio. Ed è in questi termini che si può vedere l'educazione finanziaria come uno strumento di autotutela del cittadino. Quest'ultimo, maggiormente competente, nei rapporti con gli intermediari finanziari, smetterebbe di essere "debole" a livello contrattuale conoscendo gli obblighi informativi e le regole ai quali gli intermediari devono sottostare per legge.

Come sottolinea infatti il titolo di un articolo pubblicato dalla D.ressa Anna Maria Lusardi nelle pagine del *Il Sole 24 ore* "L'educazione finanziaria costa di più non farla". Si pensi come la mancata piena consapevolezza dei rischi di investimento relativi mutui subprime americani abbia portato a una crisi di scala

---

<sup>28</sup> Fino a quel momento il sistema normativo attribuiva nella maggior parte dei casi la tutela del risparmiatore alle regole di correttezza dei comportamenti degli intermediari con cui lo stesso si interfacciava.

<sup>29</sup> Si veda: AA.VV., *Le esperienze di educazione finanziaria*, Fondazione Rosselli, a cura di TRACLO, 2010; The European House Ambrosetti, Consorzio Patti Chiari, *L'educazione finanziaria in Italia. L'aggiornamento della rilevazione sul livello di cultura finanziaria degli italiani: l'ICF Patti Chiari 2010 gli interessi dei giovani*, 2010 PARACAMPO, *Il Ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in *Il Caso.it*, II, 230/2011; TRIFILIDIS, *L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, n. 2/2009, 58; ANTONUCCI, *Frantumazione di regole e rimedi nel rapporto fra banca e investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 77; RORDOF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove e problemi vecchi*, in *La distribuzione di prodotti finanziari, bancari e assicurativi. Nuove regole e problemi applicativi*, a cura di ANTONUCCI – PARACAMPO, *Atti del Convegno tenutosi a Bari il 9 novembre 2007*, Bari, 2008, 99 ss.; LIERA, *Educare alla finanza? Non va bene a tutti*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 novembre 2009, in [www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it).

<sup>30</sup> Cit. Art.3 comma 1 a) del Codice del Consumo.

<sup>31</sup> Cfr. L. Rossi Carleo, *Commento sub art. 4*, in *Codice del consumo. Commentario*, a cura di Alpa e Rossi Carleo, 2005, 115.

<sup>32</sup> Cfr. L. Rossi Carleo, *Il diritto all'informazione: dalla conoscibilità al documento informativo*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 5.

mondiale, che ha coinvolto famiglie, intermediari finanziari e istituzioni pubbliche. Un costo pagato dagli investitori retail e dall'intero sistema economico. L'educazione finanziaria non apporta perciò solo benefici al singolo individuo ma anche alla società, come strumento di lotta all'*esclusione finanziaria*<sup>33</sup> e di supporto alla stabilità economica. Infatti risparmiatori competenti possono immettere maggiore liquidità sul mercato perché in media più propensi all'investimento, oppure essere in grado di scegliere servizi finanziari idonei alle loro esigenze. In particolare nel caso dei prestiti e dei mutui, il loro apporto diminuisce i tassi di insolvenza, agendo quindi sulle cause di riduzione del credito.

## 2.1 Come definire la Financial Education

L'OCSE definisce con il termine educazione finanziaria “quel processo attraverso il quale i consumatori/investitori migliorano le proprie cognizioni riguardo a prodotti, concetti e rischi in campo finanziario e, grazie a informazioni, istruzione e/o consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nei propri mezzi necessarie ad acquisire maggiore consapevolezza delle opportunità e dei rischi finanziari, a fare scelte informate, a sapere dove rivolgersi per assistenza e a prendere altre iniziative efficaci per migliorare il loro benessere finanziario” (OECD, 2005)<sup>34</sup>.

Secondo tale definizione a una buona educazione finanziaria corrisponderebbe una migliore gestione del denaro. Gli studi empirici condotti da Lusardi, Mitchel & Michaud (2013) e pubblicati sul “Journal of Political Economy” evidenziano una forte correlazione positiva tra educazione finanziaria e il benessere economico di un individuo. Mostrano come il divario in termini di ricchezza<sup>35</sup> accumulata possa essere riconducibile alle differenze nella conoscenza finanziaria, che permette l'utilizzo di strumenti sofisticati. Basti pensare all'inerzia da parte del 20% delle famiglie americane nel rinegoziare i propri mutui a seguito della discesa dei tassi d'interesse. Questo loro mix di disattenzione e inconsapevolezza costa loro in media 11.500\$ lungo la durata del prestito<sup>36</sup>.

Oggi non sembra perciò errato desumere che l'educazione finanziaria sia diventata una necessità per ogni cittadino e certamente questa convinzione è stata amplificata dal susseguirsi di crack finanziari avvenuti negli ultimi decenni. Episodi generati da una mancata o poco trasparente informazione dei mercati finanziari, che hanno avuto ripercussioni sull'Economia Mondiale<sup>37</sup> e coinvolto grandi e piccoli investitori costretti a pagare caro il prezzo della disinformazione. Il non avere cultura finanziaria ha reso possibile gli scandali MPS, Banca Etruria in cui migliaia di risparmiatori hanno subito forti perdite dai loro investimenti.

---

<sup>33</sup> “L'esclusione finanziaria, in un'accezione molto generica, può essere definita come l'impossibilità o la riluttanza per alcuni soggetti – individui o imprese – di accedere a servizi finanziari basilari, quali conti correnti e di deposito, prestiti, servizi assicurativi e di pagamento” Inclusionione finanziaria le iniziative del G20 e il ruolo della Banca d'Italia ,G.Gomel, F.Bernasconi, M.L. Cartechini, V.Fucile, R. Staiano.

<sup>34</sup> OCSE 2005, “Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness”.

<sup>35</sup> Mirco Tonin e Francesco Trebi “Educazione finanzia, risorsa fondamentale”, Il sole 24 ore

<sup>36</sup> “ Failure to refinance” Benjamin J. Keys Devin G. Pope Jaren C. Pope , 2012

<sup>37</sup> Sulla genesi della crisi globale dei mercati finanziari cfr. amplius DI GASPARE, Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche, Padova, 2011. Vedi anche: CAPRIGLIONE, Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, in COLOMBINI-PASSALACQUA (a cura di), Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato, Napoli, 2012, 14 ss.

Avere cultura finanziaria vuol dire iniziare a gestire meglio i propri soldi così da evitare spiacevoli contingenze con istituti bancari e non.<sup>38</sup>

Nonostante ciò la definizione dell'OCSE appare assai semplicistica. La continua introduzione di prodotti finanziaria sempre più complessi all'interno dei mercati e l'uso di un linguaggio altamente tecnico e forbito all'interno degli stessi, complica la diffusione di iniziative che riguardano l'educazione finanziaria e soprattutto inficia negativamente sul ruolo che questa può giocare all'interno del sistema economico. Il raggiungimento della piena consapevolezza in materia di investimenti riportata dall'art.27 comma 2 del regolamento Consob, risulta essere difficilmente alla portata dei piccoli clienti degli intermediari. Se infatti il legislatore in molti dei casi presupponendo che l'investitore sia perfettamente consapevole mette a disposizione un ventaglio informativo assai complesso<sup>39</sup>, il risparmiatore assume in prevalenza due atteggiamenti : o rinuncia a prendere dimestichezza con temi finanziari, intimorito dalla loro difficoltà, oppure a priori non mostra alcun tipo di interesse nei confronti della finanza e dei possibili investimenti che la riguardano, reputando “più conveniente (o magari anche solo più piacevole) utilizzare il proprio tempo altrimenti che nello studio dei mercati finanziari, delle loro dinamiche e dei prodotti che vi circolano” (Rordorf, 2007)<sup>40</sup>. Infatti per quanto possa sembrare contro intuitivo, un più ampio prospetto informativo suscita l'attenzione di un cliente competente in materia, tanto è vero che egli è “meglio in grado di scernere gli elementi essenziali di intendere l'importanza dei particolari”<sup>41</sup>. Questo denota come a complicare la diffusione della cultura finanziari giochi un ruolo chiave anche la componente psicologica del risparmiatore. Ogni programma di educazione finanziaria in primo luogo deve accrescere nel destinatario la voglia di aumentare le proprie competenze in ambito finanziario, valorizzando quelle egli ha già acquisito, e al contempo riconoscere ad ogni soggetto la libertà di apprendimento delle stesse.

L'investitore, attraverso l'educazione finanziaria, diventa pienamente consapevole dei diritti e dei relativi mezzi di tutela a cui può appellarsi qualora si interfacci con un intermediario finanziario, infatti deve essere sostenuto “l'innalzamento della cultura e dell'educazione finanziaria dei risparmiatori 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”<sup>42</sup> (Cardia, 2010). Si aspira quindi non a “un regime fondato sulla fiducia nella attitudine selettiva dell'individuo informato, in una parola sulla fede nella ragione”<sup>43</sup> ma ad un sistema normativo in cui tutela informativa e educazione

---

<sup>38</sup> Marciano Giuseppe, “Italia solo 63° per educazione finanziaria”, 2017

<sup>39</sup> L'informazione ha sempre avuto un ruolo chiave all'interno dei sistemi normativi a protezione dell'investitore nei rapporti con gli intermediari finanziari. Si attribuisce all'investitore una posizione debole dal punto di vista contrattuale in virtù delle asimmetrie informative presenti sul mercato con il conseguente obiettivo degli ordinamenti giuridici di ridurre tale gap. Eppure gli interventi dei legislatori nazionali e comunitari a riguardo non hanno sempre avuto gli effetti desiderati. Talvolta gli eccessivi obblighi informativi a capo delle aziende e degli intermediari sono stati controproducenti allontanando i risparmiatori e costringendo le istituzioni a compiere un passo in dietro. Si guardi come la direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010 che ha come scopo l'alleggerimento degli oneri amministrativi a carico delle imprese, porti alla semplificazione della nota di sintesi del prospetto consegnata all'investitore (cfr.15)

<sup>40</sup> Cfr. R. Rordorf, La tutela del risparmiatore: norme nuove e problemi vecchi, in La distribuzione di prodotti finanziari, bancari e assicurativi. Nuove regole e problemi applicativi, a cura di A. Antonucci – M.T. Paracampo, Atti del Convegno tenutosi a Bari il 9 novembre 2007, Cacucci, 2008, 99.

<sup>41</sup> Cfr. R. Rordorf, *op. cit.* 91

<sup>42</sup> Cfr. L. Cardia, *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, Roma, 19 marzo 2010

<sup>43</sup> Cit. G. Minervini, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989, 13



finanziaria diventino complementari<sup>44</sup> (Minervini, 1989).

## 2.2 Provvedimenti internazionali, comunitari e nazionali in materia di educazione finanziaria.

Negli ultimi anni la trasparenza e la chiarezza informativa, tradizionalmente principi cardine del sistema normativo a tutela dell'investitore, si sono rivelati inadeguati. Questi avrebbero dovuto rendere i soggetti capaci di prendere consapevolmente decisioni in ambito finanziario, ma all'interno del sistema economico ciò non accade sistematicamente. Ne è stata l'esempio la crisi finanziaria susseguita poi da numerosi scandali finanziari in cui il consumatore si è mostrato inconsapevole delle proprie scelte, eventi che hanno evidenziato la necessità di istruire maggiormente i consumatori di prodotti e servizi finanziari.

Le istituzioni prima internazionali e poi comunitarie, si sono dimostrate fin da subito più sensibili a tale esigenza. Le organizzazioni a livello internazionale più attive su questa tematica sono l'OCSE (Organizzazione per lo sviluppo economico e la cooperazione) e la Banca Mondiale.

### **ruolo delle istituzioni internazionali sul tema dell'educazione finanziaria**

	Normativo	Studio e ricerca	Linee guida e principi chiave	Programmi formativi
OCSE		X	X	
Banca Mondiale		X	X	
Unione Europea	X	X	X	X

Figura 1 tratta dall'Indagine realizzata dalla Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio Patti Chiari, 2010

L'OCSE, già nel 2005 pubblica "Improving Financial Literacy" e "Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness", due documenti che tuttora rappresentano una guida per i soggetti attivi nella diffusione dell'educazione finanziaria. Definisce il concetto di educazione finanziaria (presente nel paragrafo 2.1), ne rimarca il valore ed invita tutti gli Stati membri e le organizzazioni competenti ad impegnarsi nel suo sviluppo. L'OCSE consiglia inoltre di individuare i migliori metodi di formazione per ogni fascia della popolazione tenendo in considerazione le diverse situazioni economico sociali presenti in ogni paese di riferimento. Nel 2008 appena dopo lo scoppio della crisi, sottolinea il ruolo fondamentale dell'educazione finanziaria nel ripristino della fiducia nei confronti degli intermediari e della stabilità dei mercati finanziari<sup>45</sup>. Nello stesso anno avvia il progetto "International Network on Financial Education" che prevede la creazione di un team composto dai rappresentanti delle autorità pubbliche dei Paesi membri con il fine di analizzare i programmi educativi promossi dalle diverse nazioni ed in seguito selezionare le presunte "best practices", per definire una strategia collettiva che sia proficua alla trattazione

<sup>44</sup> Si veda la Risoluzione del Parlamento europeo del 5 giugno 2008 sul Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico di cui al punto 23 si parla di "un'educazione finanziaria a complemento di un'adeguata protezione del consumatore"

<sup>45</sup>Cfr. OCSE, Policy Handbook, in <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/national-strategies-for-financial-education-policy-handbook.htm>;

di tematiche finanziarie. Inoltre dal 2012 l'OCSE ha inserito all'interno del Programme for International Student Assessment (PISA), un reportage valutativo su scala mondiale delle performance degli studenti aventi quindici anni redatto da tale istituzione con cadenza triennale, una rilevazione sulle competenze in materia finanziaria.

La Banca mondiale ha focalizzato la propria attenzione sulla tutela dell'investitore con lo scopo di preservare la stabilità del sistema economico mondiale e la fiducia degli individui nelle istituzioni dei mercati finanziari e nel 2010, attraverso la pubblicazione dei "Good Practices for Consumer Protection and Financial Literacy in Europe and Central Asia", elenca una serie di efficaci pratiche per la tutela del consumatore<sup>46</sup>

Altra organizzazione internazionale che ha agito per il miglioramento del sistema educativo in ambito finanziario è l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), il quale ha istituito una commissione la "Committee 8", con la funzione di coordinare le politiche, messe in atto dai suoi Stati Membri, promuovendo una maggiore istruzione finanziaria dell'investitore retail e migliorando la tutela di quest'ultimo attraverso l'utilizzo di strumenti soft law. Ogni Stato partecipante a tale commissione comunica alla IOSCO la posizione che intende ricoprire all'interno dell'attività di promozione dell'educazione, se quindi diventare un punto di riferimento per i programmi relativi all'investitor educator o se avere solo un ruolo di supporto.

L'UE ha disposto una serie di interventi in tema di educazione finanziaria, sottolineando la sua importanza ma ricomprendo un ruolo di esclusivo promotore e coordinatore delle attività operative che sono state affidate agli Stati membri.

A tal proposito da segnalare le attività:

- Del Consiglio ECOFIN che in data 8.5.2007 affronta il problema dell'educazione finanziaria e chiede agli Stati membri dell'UE di "intensificare significativamente, se del caso in combinazione con le responsabilità e le iniziative specifiche del settore finanziario, gli sforzi volti alla sensibilizzazione delle famiglie sulla necessità di ricevere informazione ed istruzione, in modo da accrescere la loro preparazione mantenendo nel contempo una tutela adeguata degli investitori" (Consiglio ECOFIN, Maggio 2017).
- Della Commissione Europea che ha sostenuto a più riprese il fondamentale ruolo della Financial Education. Nel 2007 attraverso una comunicazione, rileva la sua l'importanza nel corretto funzionamento del mercato e ne traccia le linee guida per lo sviluppo all'interno del territorio <sup>47</sup>. In essa infatti: assegna formalmente la responsabilità primaria dell'educazione finanziaria agli stati

---

<sup>46</sup> Si veda Susan L., Rutledge, Nagavalli Annamalai, Rodney Lester, Richard L. Symonds "Good Practices for Consumer Protection and Financial Literacy in Europe and Central Asia: A Diagnostic Tool", Agosto 2010

<sup>47</sup> Si fa riferimento alla Comunicazione della Commissione sull' Educazione finanziaria, COM/2007/0808. In essa la commissione afferma "L'educazione finanziaria consente alle persone di migliorare la conoscenza dei prodotti e dei concetti finanziari e di sviluppare le abilità necessarie per perfezionare la propria alfabetizzazione in questo settore, ovvero la consapevolezza dei rischi e delle opportunità in campo finanziario e per operare quindi una scelta consapevole dei servizi finanziari. Un impegno per la vita. L'educazione finanziaria serve di integrazione alle misure finalizzate a garantire informazione, protezione e consigli adeguati ai consumatori. La somma di queste politiche contribuisce a dare ai consumatori gli strumenti per prendere le decisioni più confacenti alla loro situazione finanziaria".

membri, alle istituzioni pubbliche e alle organizzazioni no profit; definisce gli 8 principi ai quali aspirarsi nella redazione dei programmi di educazione finanziaria, principale strumento di supporto per il miglioramento delle competenze del risparmiatore; attribuisce a 4 iniziative pratiche carattere prioritario rivolte ad adulti e giovani. Inoltre solo un anno dopo istituisce un gruppo di esperti (EGFE) con lo scopo di promuovere e condividere le pratiche ottimali in tema di educazione finanziaria.<sup>48</sup>

- Del Parlamento europeo, che osserva ha avvertito la necessità di migliorare il sistema di tutela dell'investitore con il supporto di un migliore sistema educativo. Nel 2008 approva infatti la "Relazione sulla protezione del consumatore: migliorare l'educazione e la sensibilizzazione del consumatore in materia di credito e finanza" con cui la relatrice, la deputata bulgara Iliana Iotova promuove l'avvio di campagne di sensibilizzazione in ambito finanziario "allo scopo di ravvivare l'interesse pubblico sulla competenza finanziaria, di sviluppare l'abilità dei consumatori di valutare le proprie competenze finanziarie, di migliorare la loro consapevolezza delle realtà economiche e finanziarie, in modo che comprendano gli impegni economici ed evitino rischi inutili, indebitamenti eccessivi e l'esclusione finanziaria" (Parlamento Europeo, 2008)<sup>49</sup>. Ritene che "le azioni di formazione e d'informazione debbano consentire ai consumatori di avere un approccio indipendente, basato sul proprio giudizio, ai prodotti finanziari loro offerti o cui intendono ricorrere"<sup>50</sup> (Parlamento Europeo, 2008), e che l'istruzione, altresì quella finanziaria, debba essere garantita nell'arco di tutta la vita di ogni cittadino a partire dagli anni scolastici.<sup>51</sup> (Commissione per il mercato interno e la protezione dei consumatori, 2013)

Il tema dell'educazione finanziaria è stato inoltre inserito in numerose normative comunitarie indirizzate a migliorare gli strumenti di tutela degli investitori-risparmiatori nel rapporto con gli intermediari finanziari. A tal proposito si possono prendere in riferimento le direttive n. 2013/0139/COD e 2014/17/UE. La prima sulla comparabilità dei conti correnti bancari, dei trasferimenti di conto e dell'accesso ai conti bancari, la seconda in materia di contratti di credito ai consumatori relativi a beni residenziali, promuovono rispettivamente il miglioramento dei programmi di educazione finanziaria fin dalle scuole, con lo scopo di contrastare l'eccessivo indebitamento il rischio di esclusione finanziaria, e l'attuazione di misure educative in relazione al segmento di mercato di credito immobiliare. In particolare, la direttiva 2014/17/UE dedica interamente l'art.6 all'educazione finanziaria. Nell'ottica del Legislatore comunitario, con riferimento ai contratti di credito ipotecari, essa diventa lo strumento attraverso il quale il consumatore migliora la propria consapevolezza, diventando capace di prendere decisioni in merito all'accensione dei mutui o in termini più generici a una responsabile gestione del debito. Il secondo comma del art.6 assegna alla Commissione UE il compito di pubblicare delle valutazioni sugli strumenti di educazione finanziaria usati dagli Stati membri, di selezionare le best practices implementabili per il miglioramento della consapevolezza del consumatore.

---

<sup>48</sup> Si veda la Decisione della Commissione del 30 aprile 2008

<sup>49</sup> Cfr. RELAZIONE sulla protezione del consumatore: migliorare l'educazione e la sensibilizzazione del consumatore in materia di credito e finanza (2007/2288(INI)) del 14 ottobre 2008

<sup>50</sup> Cit. RELAZIONE sulla protezione del consumatore: migliorare l'educazione e la sensibilizzazione del consumatore in materia di credito e finanza (2007/2288(INI)) del 14 ottobre 2008

<sup>51</sup> Si veda il punto 7 del paragrafo "Rafforzare la consapevolezza, migliorare le conoscenze, la sicurezza e i diritti dei consumatori nel "Rapporto sull'Agenda per una politica del consumatore europeo" (2012/2133(INI))

Nonostante l'impegno profuso dalle istituzioni europee, l'educazione finanziaria, come rilevato dal Rapporto sull'andamento dei consumi nel 2014 dell'EBA (European Banking Authority), continua ad essere uno dei problemi più rilevanti all'interno del territorio UE, dato il persistente basso tasso di alfabetizzazione finanziaria. A tale istituzione, a seguito dell'art.9 del regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, viene assegnata "il riesame e il coordinamento dell'alfabetizzazione finanziaria e delle iniziative formative da parte delle autorità competenti". Tale mansione prevede però che l'EBA valuti anche l'impegno dei produttori finanziari nel considerare la Financial capability<sup>52</sup> dei consumatori nella progettazione, nello sviluppo e nella successiva vendita degli stessi prodotti finanziari stessi<sup>53</sup>.

Parallelamente attività rivolte al miglioramento della sensibilità, all'interno degli Stati membri, rispetto al tema dell'educazione, le istituzioni comunitarie hanno attuato misure di tutela del consumatore cercando di garantire correttezza, chiarezza e trasparenza nelle attività e nelle comunicazioni degli attori di mercato. Ciò accade in funzione del fatto che l'educazione finanziaria "può integrare ma non può sostituire norme coerenti per la protezione dei consumatori nell'ambito delle legislazione sui servizi finanziari, né può sostituire la regolamentazione e la stretta vigilanza sulle istituzioni finanziarie"<sup>54</sup> (Parlamento Europeo, 2008). In questa prospettiva possiamo vedere l'approvazione della Mifid I<sup>55</sup>, entrata in vigore 1 novembre 2007 e la successiva direttiva 2014/65/UE, meglio conosciuta come "Mifid II" a cui si rinvia la trattazione al terzo capitolo.

Spinto dalle direttive comunitarie anche il Paese Italia sta promuovendo lo sviluppo di programmi di educazione finanziaria. L'art.33 della legge 2 n.88 nel 2009 recepisce la direttiva 2008/48/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, attribuendo all'informazione e all'educazione il ruolo di strumento di tutela del mercato perché funzionale al miglioramento del rapporto tra clienti e intermediari.

Nel corso degli anni Camera e Senato hanno presentato più proposte di legge in materia di educazione finanziaria. Particolare rilievo, ha tra queste iniziative la VI Commissione Finanze della Camera che il 27 luglio 2016 ha concluso la redazione di un testo base incentrato sull'educazione finanziaria, risultante di dall'analisi di una serie di atti della Camera:

- l' A.C. 3666, funzionale all'istituzione di un' Agenzia nazionale che avesse come scopo la comunicazione e la conseguente divulgazione delle competenze imprescindibili per la gestione del risparmio;

- l'A.C. 3662, avente come scopo il riconoscimento del valore dell'educazione finanziaria, l'individuazione dei soggetti incaricati di provvedere alla sua diffusione tra i cittadini. Istituisce e disciplina il Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione

---

<sup>52</sup> Con il termine financial capability si intende la capacità dell'investitore di prendere delle decisioni finanziarie corrette in base ai propri scopi.

<sup>53</sup> Cfr. EBA, Consumer trends report 2014, in [www.eba.europa.eu/documents](http://www.eba.europa.eu/documents)

<sup>54</sup> Cit. RELAZIONE sulla protezione del consumatore: migliorare l'educazione e la sensibilizzazione del consumatore in materia di credito e finanza (2007/2288(INI)) del 14 ottobre 2008

<sup>55</sup> Si fa riferimento alla Direttiva numero 2004/39/CE, avente come obiettivi: il rafforzamento l'integrità, l'efficienza e la trasparenza dei mercati; il miglioramento della tutela dell'investitore, con particolare riguardo al piccolo risparmiatore; l'introduzione di regole di condotta e requisiti minimi uniformi, rispettivamente relativi al rapporto con la clientela all'organizzazione e controllo degli intermediari;

finanziaria, assicurativa e previdenziale, e definisce le competenze del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca(MIUR) relative all'educazione finanziaria

- l'A.C. 3913, dove si richiede alla CONSOB di creare un'apposita pagina telematica dedicata all'educazione finanziaria all'interno del proprio sito web con cui si intende "favorire l'educazione finanziaria di investitori e di piccoli risparmiatori, attraverso lo sviluppo delle conoscenze, delle capacità e delle competenze necessarie per effettuare scelte informate nonché di fornire loro strumenti per valutare in modo efficace la qualità dei servizi e dei prodotti finanziari loro proposti e per identificare attività abusive o fraudolente"<sup>56</sup> (Camera dei deputati, 2016)

D'altra parte anche il Senato è intervenuto sul tema della tutela dei risparmiatori e degli investitori e contestualmente su quello relativo all'educazione finanziaria. Occorre ricordare a tal proposito rispettivamente la 6° Commissione Finanze del Senato, in cui emerge quanto sia necessaria l'introduzione di sistemi informativi corretti, chiari e sintetici, ma anche di nuovi sistemi normativi in grado di limitare il collocamento di strumenti particolarmente rischiosi a determinate fasce i soggetti da parte degli intermediari, e il disegno di legge n 1196 "Norme per l'educazione alla Cittadinanza Economica" che sottolinea l'importanza dell'educazione economica, promuovendo lo sviluppo di programmi educativi per giovani e adulti, e su cui la 7° Commissione Permanente Istruzione Pubblica e Beni Culturali emesso pareri positivi.

In Italia si è poi cercato di instaurare un processo di alfabetizzazione sistematico e strutturato. Ciò viene fatto attraverso l'art 24bis della legge 15/17 secondo cui le misure e gli interventi previsti, come riportato dal primo comma del seguente articolo, sono volte a sviluppare l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale assicurando "l'efficacia, l'efficienza e la sistematicità delle azioni dei soggetti pubblici e privati in tema di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale e riconoscono l'importanza dell'educazione finanziaria quale strumento per la tutela del consumatore e per un utilizzo più consapevole degli strumenti e dei servizi finanziari offerti dal mercato."<sup>57</sup> (Legge n.15/17, 2017) L'art 24 offre ulteriori spunti di riflessione. Nel 2 comma riporta il concetto di educazione finanziaria in maniera conforme a quanto già espresso dall'OCSE, individuandolo "nel processo attraverso il quale le persone migliorano la loro comprensione degli strumenti e dei prodotti finanziari e sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie" (Legge n.15/17, 2017)<sup>58</sup>. Al Ministero dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministero dell'istruzione dell'università e della ricerca viene affidato la mansione di servirsi entro 6 mesi dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del decreto-legge, di un programma per una «Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale» (Legge n.15/17, 2017) nel rispetto di tre principi. Si sarebbero dovuti:

- 1) coordinare sistematicamente i soggetti pubblici e privati attivati dal programma e quelli già operativi in ambito educativo, assicurando interventi continuativi nel tempo, incoraggiando lo scambio di informazioni tra individui e diffondendo le migliori pratiche, e precisando come le iniziative

---

<sup>56</sup> Cit. Proposta di legge NASTRI: "Disposizioni per la diffusione dell'educazione finanziaria presso gli investitori e i piccoli risparmiatori mediante l'istituzione di una pagina telematica nel sito internet della Commissione nazionale per le società e la borsa" (3913), 17 giugno 2016

<sup>57</sup> Cit. art. 24bis della legge n. 15/17, comma 1

<sup>58</sup> Cit. art. 24bis della legge n. 15/17, comma 2

educative in ambito finanziario, previdenziale e assicurativo possano conciliarsi e creare sinergie positive con il sistema nazionale dell'istruzione;

- 2) esplicitare le linee guida delle politiche nazionali volte alla divulgazione di una maggiore educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale;
- 3) prevedere l'eventualità di concludere accordi con l'intento di promuovere attività di "formazione con associazioni rappresentative di categorie produttive, ordini professionali, organizzazioni senza fini di lucro e università, anche con la partecipazione degli enti territoriali" (Senato della Repubblica e Camera dei deputati, 2017).

Inoltre quest'ultimo è considerato un'importante collegamento tra l'Esecutivo e le Autorità ministeriali, cui è assegnata l'incarico di eseguire il piano strategico di educazione finanziaria, e le Camere<sup>59</sup>. Al governo spetta il compito di sorvegliare sull'esecuzione della strategia nazionale per l'educazione finanziaria dato che è previsto che quest'ultimo trasmetta annualmente, entro il 31 luglio, alle Camere, una relazione sullo stato di attuazione della Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale (Legge n.15/17, 2017)<sup>60</sup>. Il comma 6 sancisce l'istituzione del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, presso il Ministero dell'economia e delle finanze, con decreto interministeriale da emanarsi entro tre mesi dalla legge di conversione del provvedimento in esame. Il Comitato ha l'incarico di favorire e pianificare attività di sensibilizzazione in tema di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale definendo obiettivi misurabili, programmi e azioni da porre in essere, avvalorando le esperienze, le competenze e le iniziative maturate dai soggetti attivi sul territorio nazionale e favorendo la collaborazione tra i soggetti pubblici e privati<sup>61</sup> (Legge n.15/17, 2017). In ultima istanza 8,9,11 definiscono rispettivamente le caratteristiche relative alla composizione del Comitato, le attività e le modalità con cui opera e il budget finanziario dedicato alla copertura finanziaria degli oneri derivanti dall'attività dello stesso. (Legge n.15/17, 2017)<sup>62</sup>

---

<sup>59</sup> Si veda art. 24bis della legge n. 15/17, comma 4

<sup>60</sup> Cfr. art. 24bis della legge n. 15/17, comma 5

<sup>61</sup> Cfr. art. 24bis della legge n. 15/17, comma 10

<sup>62</sup> Riguardo tali aspetti l'art.24bis della legge n. 15/17 afferma "Il Comitato, composto da undici membri, è presieduto da un direttore, nominato dal Ministro dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca, scelto fra personalità con comprovate competenze ed esperienza nel settore. I membri diversi dal direttore, anch'essi scelti fra personalità con comprovate competenze ed esperienza nel settore, sono designati: uno dal Ministro dell'economia e delle finanze, uno dal Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca, uno dal Ministro dello sviluppo economico, uno dal Ministro del lavoro e delle politiche sociali, uno dalla Banca d'Italia, uno dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), uno dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS), uno dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), uno dal Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti, uno dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF). I membri del Comitato, nonché il direttore, durano in carica tre anni e l'incarico può essere rinnovato una sola volta. Il Comitato opera attraverso riunioni periodiche, prevedendo, ove necessario, la costituzione di specifici gruppi di ricerca cui possono partecipare accademici e esperti nella materia. La partecipazione al Comitato non dà titolo ad alcun emolumento o compenso o gettone di presenza. Agli oneri derivanti dalle attività del Comitato, nel limite di un milione di euro annui a decorrere dall'anno 2017, si provvede mediante corrispondente riduzione dello stanziamento del fondo speciale di parte corrente iscritto, ai fini del bilancio triennale 2017-2019, nell'ambito del programma «Fondi di riserva e speciali» della missione «Fondi da ripartire» dello stato di previsione del Ministero dell'economia e delle finanze per l'anno 2017, allo scopo parzialmente utilizzando l'accantonamento relativo al medesimo Ministero. Il Ministro dell'economia e delle finanze è autorizzato ad apportare, con propri decreti, le occorrenti variazioni di bilancio".

Il 3 agosto 2017 a seguito dell'iter procedurale indicato dal art24 della legge n. 15/17 , il Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'università e della ricerca e con il Ministro dello sviluppo economico, attraverso decreto istituisce il Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria affidando la carica di Direttore alla Dr.ssa Annamaria Lusardi. In aggiunta è stato pubblicato l'atto di governo n.497 ovvero la "Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale". Attraverso la Strategia il governo intende "promuovere e coordinare iniziative per innalzare conoscenza e competenze finanziarie, assicurative e previdenziali e migliorare per tutti la capacità di fare scelte coerenti con i propri obiettivi e le proprie condizioni con l'intento ultimo di lungo periodo definito, nella Vision, come il raggiungimento di uno stato di Conoscenza e competenze finanziarie per tutti, per costruire un futuro sereno e sicuro"<sup>63</sup>. Affinché la Strategia realizzi gli obiettivi esplicitati nella Vision e nella Mission, si vuol creare un contesto che favorisca iniziative di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale coordinate ed efficaci. Le direttive necessarie su cui si articola la strategia per dar vita a tale "eco-sistema", come riportato dall'introduzione presente nell'atto di governo n.497, sono quattro:

- diffusione di iniziative su larga scala;
- realizzazione di un sistema di incentivi;
- mirare all'eccellenza degli interventi;
- lavorare insieme e in modo coordinato con altri soggetti pubblici e privati

Le iniziative presenti all'interno del programma sono raggruppate in base ai diversi destinatari che possono essere: 1) l'intera popolazione; 2) i giovani; 3) gli adulti; 4) alcuni gruppi vulnerabili come donne, anziani e migranti ; 5)piccoli imprenditori.

In concomitanza alle azioni del Governo anche altre istituzioni nazionali hanno supportato la diffusione della cultura finanziaria. Banca d'Italia, Consob, Covip e Isvap (l'attuale Ivass) hanno stretto un'intesa comune per sviluppare varie iniziative e per evitare duplicazioni e sprechi di risorse.

La Banca d'Italia ha avviato delle attività mirate al tema dell'educazione finanziaria e ai rapporti tra questa e il cittadino, riservandogli una area ad hoc del suo sito web. I contenuti sono messi a disposizione anche del mondo della scuola, dato il memorandum d'intesa firmato tra Ministero dell'istruzione e Banca d'Italia il 6 novembre 2007 con lo scopo di promuovere congiuntamente iniziative di educazione finanziaria pensate per i giovani. L'istituto ha inoltre pubblicato delle particolari guide con linguaggio semplice e chiaro affinché i cittadini comprendano e conoscano alcuni prodotti di ampia diffusione e possano riuscire a distinguere le migliori offerte sul mercato.

L'Ivass dal 2013 ha collaborato nel progetto di sviluppo dell'educazione finanziaria, rivolto ai ragazzi, intrapreso da Banca d'Italia e MIUR, introducendo all'interno di una collana di "quaderni didattici" sul tema "Moneta e strumenti di pagamento alternativi al contante" un quaderno in materia di assicurazione auto. Inoltre ha collaborato con Banca d'Italia per la formazione degli adulti attraverso la redazione di "guide

---

<sup>63</sup> Cit. l'atto di governo n.497, "Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale", trasmesso alla presidenza del Senato l'11 gennaio 2018.

pratiche” su conti correnti, mutui, credito ai consumatori, polizze assicurative. Per migliorare l’efficacia dei programmi d’istruzione degli adulti, Banca d’Italia e IVASS dialogano con le associazioni rappresentate nel Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti (CNCU) , e dal 2015 hanno incrementato il coordinamento delle proprie attività con quelle del MIUR, del Ministero dell’Economia e delle Finanze e di numerose altre istituzioni.<sup>64</sup>

La Consob ha avviato un articolato progetto denominato “Carta degli Investitori”, volto altresì a trasmettere le competenze e conoscenze finanziarie di base ai cittadini. A seguito di questo, la Consob ha dedicato una parte del proprio sito web all’educazione finanziaria. In questa sezione si cerca di semplificare il più possibile nozioni base economico finanziaria, in modo da renderle comprensibili al un pubblico, con lo scopo di migliorare la capacità di ogni cittadino di gestire, anche nella scelte che riguardano la quotidianità, le proprie risorse finanziarie<sup>65</sup>

Nel tempo sono state diverse le iniziative per una migliore educazione finanziaria promosse da enti privati in Italia. L’Io&ioirischi realizzata” realizzata da Forum ANIA - Consumatori, si rivolge alle scuole italiane per promuovere nelle nuove generazioni una maggiore consapevolezza del rischio e una cultura della sua prevenzione e gestione nel percorso di vita, con un importante obiettivo: educare al rischio per educare al futuro. Si tratta di un’iniziativa pluriennale articolata in diversi moduli e in continua evoluzione, sviluppata in collaborazione con partner istituzionali e scientifici e patrocinata da INDIRE, Istituto Nazionale di Documentazione, Innovazione e Ricerca Educativa. (Forum ANIA Consumatori, s.d.)<sup>66</sup>In merito al settore bancario, su iniziativa dell’Associazione Bancaria Italiana viene istituita la “Fondazione per l’Educazione Finanziaria e al Risparmio” società no profit , che si prefigge scopi di utilità sociale favorendo l’Educazione Finanziaria, per accrescere e trasmettere la conoscenza finanziaria ed economica.

### 2.3 L’alfabetizzazione finanziaria e la sua diffusione in Italia

La frequenza in territorio nazionale di programmi di educazione finanziaria non assicura la conoscenza, da parte del cittadino, di concetti base di finanza né tanto più rende certamente quest’ultimo capace di utilizzare le nozioni apprese per un migliore scelta di investimento o gestione dei risparmi, funzionale ad assicurarsi un’agiatazza durante il corso della propria esistenza. Proprio questo ci lascia dedurre come la differenza sottesa ai termini educazione finanziaria non sia di poco conto. Molte volte queste espressioni vengono erroneamente usate come sinonimi. A tal proposito, molti autori e istituzioni hanno fatto chiarezza pronunciandosi sulla definizione il concetto alfabetizzazione.

---

<sup>64</sup> Cfr. VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, “Seminario istituzionale sull’educazione finanziaria”, 13 giugno 2016

<sup>65</sup> Si confronti con 7A Commissione Permanente per l’ Istruzione Pubblica E Beni Culturali Senato Della Repubblica, Disegno di legge n. 1196 “Norme per l’educazione alla Cittadinanza Economica”, 5 aprile 2016

<sup>66</sup> <http://www.ioeirischi.it/index.php/liniziativa/introduzione>



Definizione del concetto di alfabetizzazione finanziaria	Fonte
“The understanding ordinary investors have of market principles, instruments, organizations and regulations”	(Financial Industry Regulatory Authority(FINRA), 2003)
“Individuals are considered financially literate if they are competent and can demonstrate they have used knowledge they have learned. Financial literacy cannot be measured directly so proxies must be used. Literacy is obtained through practical experience and active integration of knowledge. As people become more literate they become increasingly more financially sophisticated and it is conjectured that this may also mean that an individual may be more competent”.	(Moore, 2003)
“Familiarity with basic economic principles, knowledge about the U.S. economy, and understanding of some key economic terms”.	( National Council on Economic Education(NCEE), 2005)
“The ability to evaluate the new and complex financial instruments and make informed judgments in both choice of instruments and extent of use that would be in their own best long-run interests”.	(Mandell, 2007)
[Familiarity] with “the most basic economic concepts needed to make sensible saving and investment decisions” .	(Lusardi & S.Mitchell, How Much Do People Know About Economics and Finance? Financial Illiteracy and the Importance of Financial Education , 2008)
Focus on debt literacy, a component of financial literacy, defining it as “the ability to make simple decisions regarding debt contracts, in particular how one applies basic knowledge about interest compounding, measured in the context of everyday financial choices”.	(Lusardi & Tufano, Debt Literacy, Financial Experience and Overindebtedness, 2008)
“The ability to make informed judgements and to take effective decisions regarding the use and management of money”	(ANZ Bank, 2008)
“Knowledge of basic financial concepts, such as the working of interest compounding, the difference between nominal and real values, and the basics of risk diversification”	(Lusardi, Household Saving Behavior: The Role of Financial Literacy, Information, and Financial Education Programs, 2008)
“the ability to use knowledge and skills to manage financial resources effectively for a lifetime of financial well-being”	(President’s Advisory Council on Financial Literacy(PACFL), 2008)
“ A combination of awareness, knowledge, skill, attitude and behaviour necessary to make sound financial decisions and ultimately achieve individual financial wellbeing ”	(Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 2011)

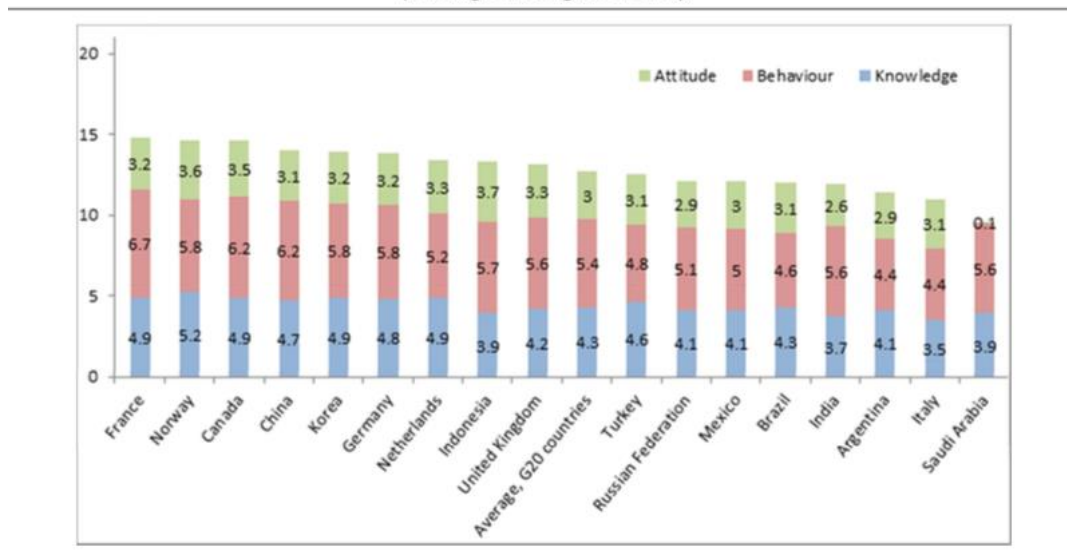
*Figura 2 tratta da Sara Zanin, “ Le scelte finanziarie tra finanza comportamentale ed alfabetizzazione finanziaria ”,2013*

Appare chiaro confrontando ognuna di queste definizioni come l’educazione finanziaria è il processo propedeutico all’alfabetizzazione, in quanto unicamente un programma formativo può rendere un individuo capace di prendere decisioni finanziarie.

Come già riportato nel paragrafo precedente (2.2) sono state intraprese in Europa e nel mondo molte attività con lo scopo di migliorare il livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione. Programmi che però variano, in contenuto e forma, in base al target di pubblico a cui rivolto che in grandi linee si suddivide in giovani e adulti. Le istituzioni hanno poi sentito l'esigenza di riscontrare l'efficacia di tali attività nei dati. Supportate dalla spinta di tale necessità, alcune società pubbliche e private hanno condotto delle indagini i cui dati sono presenti all'interno di report attualmente disponibili al pubblico. Si analizza il livello di alfabetizzazione finanziaria in Italia in rapporto con paesi europei e non solo.

All'inizio del 2017, Banca d'Italia ha condotto un sondaggio per testare il livello d'alfabetizzazione finanziaria tra gli adulti italiani. Il sondaggio fa parte di un progetto OCSE usato per creare un set di dati comparabile a livello internazionale su questo importante argomento. Il questionario adottato è stato sviluppato dall'OECD International Network on Financial Education (INFE). Esso misura tre aree relative all'alfabetizzazione finanziaria: conoscenza (Knowledge index), comportamento (behaviour index) e atteggiamenti (attitudes index). La componente conoscenza mira a valutare la comprensione dei concetti di base che sono un prerequisito per prendere decisioni finanziarie sane. La sua valutazione si basa sui tre argomenti che sono diventati fondamentali all'interno della letteratura in materia di alfabetizzazione finanziaria (Lusardi e Mitchell, 2011): comprensione dell'interesse semplice e composto, dell'inflazione e dei benefici della diversificazione del portafoglio. La seconda componente, ovvero il behaviour index, misura il comportamento degli individui nell'assunzione di scelte finanziarie. In particolare, l'indice di comportamento si basa su domande che valutano se le persone che gestiscono le risorse finanziarie della famiglia sono in grado, dato un budget, di pagare i debiti e utenze senza difficoltà, e di acquisire informazioni prima di effettuare investimenti. La componente attitudine cerca di valutare, oltre alle conoscenze e ai comportamenti effettivi, tratti personali come le preferenze, le credenze e le abilità non cognitive, possono influenzare di influenzare il benessere personale. Secondo la metodologia INFE, questa componente è un indicatore della capacità di pianificazione nel medio/lungo termine. L'indicatore complessivo che rispecchia il livello di educazione finanziaria del paese è dato dalla somma di queste tre componenti e oscilla tra 1 e 21: un massimo di 7 punti può essere ottenuto dal knowledge index, 9 dalla componente behaviour, e 5 dall'attitudes index. I risultati di tale questionario vengono riportati in figura 3.

**Financial knowledge, attitudes and behaviour**  
(averages; weighted data)



*Figura 3 tratta da OECD(2017), G20/OECD INFE sull'educazione finanziaria tra gli adulti nei paesi del G20. La media riportata non include i dati relativi all'Olanda e Norvegia che partecipano come paesi ospiti all'durante la presidenza tedesca del G20*

Il campione italiano comprende circa 2.500 persone adulte intervistate con due metodi diversi: il 40% di loro ha avuto un colloquio faccia a faccia mentre gli altri hanno utilizzato un tablet per effettuare il questionario e registrare le proprie risposte.<sup>67</sup> Tali informazioni sono estremamente utili nell'interpretazione del grafico seguente che riporta una visione complessiva del sondaggio. L'indicatore livello di alfabetizzazione finanziaria in Italia è pari a 11 ovvero 1.7 punti più basso rispetto alla media. In particolare gli italiani risultano avere delle grosse lacune nella gestione del denaro e nel reperimento delle informazioni d'investimento dato l'elevato divario nella componente behaviour tra la media dei paesi OCSE e quella italiana. Il punteggio ottenuto riguardo le conoscenze finanziarie è in media di 3,5 su un massimo di 7 punti, rispetto a una media G20 di 4,3.

Gli italiani sono ampiamente inconsapevoli dei vantaggi della diversificazione del portafoglio: solo il 37% degli intervistati comprende che è possibile ridurre i rischi acquistando un'ampia gamma di azioni e azioni (tabella 1)<sup>68</sup>. Inoltre, meno della metà degli intervistati è in grado di calcolare un tasso di interesse semplice,

<sup>67</sup> Cfr "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d' Italia", Banca d' Italia, Giugno 2018

<sup>68</sup> Per interpretare la tabella al meglio si riportano gli esempi di domande corrispondenti alle sigle k1, k2, k3, k4. K1. Supponi di ricevere un regalo di € 1.000. Ora immagina di dover aspettare un anno per ottenere i soldi e che l'inflazione rimanga all'1 per cento. Tra un anno sarai in grado di acquistare: (a) Più di quello che potresti comprare oggi; (b) lo stesso importo; (c) Meno di quello che potresti comprare oggi; (d) Non so; (e) Rifiutato. K2. Tu presti € 25 ad un amico una sera e ti restituisce € 25 il giorno dopo. Quanto interesse ha pagato su questo prestito? K3. Supponiamo che tu abbia versato € 100 in un conto di risparmio "senza spese" con un tasso di interesse garantito del 2% all'anno. Non effettui ulteriori pagamenti su questo conto e non preleverai denaro. Quanto sarebbe nel conto alla fine del primo anno, una volta effettuato il pagamento degli interessi? K4. e quanto sarebbe nel conto alla fine di cinque anni, ricordando che non ci sono tasse o detrazioni fiscali, non si effettuano ulteriori pagamenti e non si ritira denaro? Sarebbe (a) più di € 110; (b) € 110; (c) inferiore a € 110 euro; (d) Non so; (e) Rifiutato. K5. Di solito è possibile ridurre il rischio di investire nel mercato azionario acquistando un'ampia gamma di azioni e azioni. (Vero o falso?)

mentre solo il 23% è in grado sia di calcolare un interesse semplice sia di riconoscere l'ulteriore vantaggio di capitalizzazione in cinque anni.

Share of correct answers to Financial Knowledge questions  
(percentages; weighted data)

Question	K1	K2	K3	K4*	K3 and K4*	K5
Argentina	69	87	22	37	8	59
Brazil	65	78	50	30	18	77
Canada	57	93	58	56	39	68
China	70	78	74	55	42	57
France	59	94	57	54	34	75
Germany	71	86	58	53	39	65
India	41	67	42	35	15	50
Indonesia	14	76	78	38	36	48
Italy	48	54	47	33	23	37
Japan	56	--	66	43	39	46
Korea	71	83	52	53	35	81
Mexico	74	92	12	32	3	64
Russian Federation	65	88	48	46	27	41
Saudi Arabia	27	69	46	34	33	60
South Africa	25	70	42	36	13	55
Turkey	55	84	54	32	19	74
United Kingdom	38	83	57	52	36	52
<b>Average G20 countries**</b>	<b>53</b>	<b>80</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	<b>27</b>	<b>59</b>
Netherlands	65	92	76	61	56	53
Norway	76	91	80	65	58	59

Source: OECD (2017), G20/OECD INFE report on adult financial literacy in G20 countries.

\* According to OECD methodology a correct answer to question K4 is only accepted if the respondent has given the correct answer to question K3 as well.

\*\* The average does not include the Netherlands and Norway which participate as guest countries under the German G20 presidency.

Note: Estimates refer to the adult population (18-79 years old).

Tabella 1 tratta da "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca" di Antonietta di Salvatore, Francesco Franceschi Andrea e Francesca Zanichelli, Giugno 2018

È probabile che questi risultati siano influenzati dai diversi comportamenti assunti degli intervistati rispetto al questionario nei vari paesi. Ad esempio, l'Italia sembra essere caratterizzata da un alto tasso di mancata risposta per quanto riguarda le domande di conoscenza finanziaria: solo una persona su tre risponde a tutte le 7 domande, contro il 66% in Canada e più della metà della popolazione adulta in Germania e nei Paesi Bassi (Tabella 2). Inoltre, il comportamento di risposta degli intervistati italiani sembra essere influenzato dalla modalità di indagine: la percentuale di "Non so / Rifiutato" è inferiore per le interviste faccia a faccia.

Table A2

'Don't Know'/'Refused' as answers to Financial Knowledge questions  
(percentages of respondents)

Number of 'Don't Know'/'Refused'	0	1	2	3	4	5	6	7
Italy	31.7	21.7	13.8	11.3	8.0	7.2	6.2	0.2
Tablet device	25.9	17.1	12.7	13.3	9.3	10.8	11.0	0.0
CAPI	38.5	25.4	13.9	9.0	6.7	3.7	2.3	0.5
Canada	66.4	19.1	8.0	3.2	2.2	0.8	0.3	0.1
Germany	53.0	18.7	11.1	7.5	3.0	2.7	1.6	2.6
Netherlands	52.1	19.7	7.9	8.8	3.9	2.1	2.7	2.8
UK	45.1	21.8	14.5	7.8	4.6	2.6	2.0	1.8

Source: our calculations based on the Italian Literacy and Financial Competence Survey (IACOFI) and other countries' surveys based on the OECD/INFE Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion (2015).

Tabella 2 tratta da "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca" di Antonietta di Salvatore, Francesco Franceschi Andrea e Francesca Zanichelli, Giugno 2018

Anche il punteggio dell'index behaviour italiano è inferiore alla media del G20: 4.4 rispetto a 5.4 su una scala da 0 a 9.<sup>69</sup> Il punteggio comportamentale è influenzato negativamente dalla bassa propensione degli italiani a perseguire obiettivi finanziari a lungo termine: solo il 27% degli intervistati concorda con la dichiarazione "Ho fissato obiettivi finanziari a lungo termine e mi sforzo di raggiungerli"<sup>70</sup>. In aggiunta solo il 37% degli adulti dichiara che la propria famiglia fissa una quantità di reddito da spendere per coprire le proprie spese di sostentamento e quanto verrà risparmiato (tabella A3).

**Table A3**  
**Share of adults showing positive Financial Behaviours**  
(percentages; weighted data)

Question	B1*	B2**	B3	B2 and B3
Argentina	49	67	55	39
Australia	--	94	74	70
Brazil	46	80	43	36
Canada	58	92	63	58
China	68	95	75	72
France	61	90	85	76
Germany	59	91	35	32
India	64	88	59	54
Indonesia	66	98	68	67
Italy	27	79	37	31
Japan	47	--	--	--
Korea	46	89	76	71
Mexico	59	80	44	37
Russian Federation	46	93	50	47
Saudi Arabia	68	96	60	59
South Africa	49	67	60	43
Turkey	44	86	78	68
United Kingdom	45	96	53	51
United States	57	90	56	52
<b>Average G20 countries***</b>	<b>53</b>	<b>87</b>	<b>60</b>	<b>54</b>
<i>Netherlands</i>	39	94	40	39
<i>Norway</i>	44	97	33	32

Source: OECD (2017), G20/OECD INFE report on adult financial literacy in G20 countries.

\* Points are given if the respondent agrees with the statement (options 1 and 2)

\*\* Respondents who make decisions by themselves or with other household members. (options (a) and (b))

\*\*\* The G20 average does not include the Netherlands and Norway which participate as guest countries under the German G20 presidency.

Note: Estimates refer to the adult population (18-79 years old).

Tabella 3 tratta da "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca" di Antonietta di Salvatore, Francesco Franceschi Andrea e Francesca Zanichelli, Giugno 2018

<sup>69</sup> Si guardi la figura a pagina 15.

<sup>70</sup> Per interpretare la tabella al meglio si riportano gli esempi di domande corrispondenti alle sigle b1, b2, b3. B1. Esprima quanto è d'accordo con la seguente affermazione. Si utilizzi una scala da 1 a 5. Si riporti 1 se è completamente d'accordo, e 5 se non lo è affatto: "Stabilisco obiettivi finanziari a lungo termine e mi sforzo di raggiungerli". B2. Chi è responsabile per prendere decisioni quotidiane sul denaro nella tua famiglia? (a) Se prende queste decisioni da solo; (b) Se prende queste decisioni con qualcun altro; (c) Qualcun altro prende queste decisioni; (d) Non lo so; (e) Non vuole rispondere. B3. La sua famiglia fissa un budget mensile da spendere, risparmiare o pagare le bollette. (a) Sì; (b) No; (c) Non lo so; (d) Non vuole rispondere

L'index attitudes italiano, con un valore di 3.1<sup>71</sup>, risulta essere leggermente superiore rispetto a quello della media dei paesi del G20. Lo schema di risposta alle tre domande<sup>72</sup> funzionali alla verifica di tale indice risulta essere piuttosto simile a quello di sintesi delle altre nazioni: il 37% degli italiani intervistati non è d'accordo al vivere giorno per giorno (A1), il 40% mostra un orientamento positivo al risparmio (non concordano sul fatto che sia più soddisfacente spendere che risparmiare nel lungo termine), il 21 per cento non è d'accordo con l'affermazione che "il denaro esiste per esser speso". Le corrispondenti percentuali medie del G20 sono 48, 43 e 29%, rispettivamente (tabella 4).

**Table A4**

<b>Share of adults that disagree with the statements (4 or 5 on the scale)</b>			
<b>(percentages; weighted data)</b>			
<b>Question</b>	<b>A1</b>	<b>A2</b>	<b>A3</b>
Argentina	44	42	23
Australia	58	--	--
Brazil	42	55	27
Canada	64	47	38
China	53	48	21
France	68	48	23
Germany	55	45	22
India	28	27	22
Indonesia	40	70	75
Italy	37	40	21
Japan	55	36	--
Korea	51	44	26
Mexico	36	48	32
Russian Federation	45	29	22
Saudi Arabia	18	14	15
South Africa	54	44	35
Turkey	54	45	19
United Kingdom	53	44	34
<b>Average G20 countries*</b>	<b>48</b>	<b>43</b>	<b>29</b>
Netherlands	55	46	19
Norway	78	53	28

Source: OECD (2017), G20/OECD INFE report on adult financial literacy in G20 countries.

\* The G20 average does not include the Netherlands and Norway which participate as guest countries under the German G20 presidency.

Note: Estimates refer to the adult population (18-79 years old).

*Tabella 4 tratta da "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca" di Antonietta di Salvatore, Francesco Franceschi Andrea e Francesca Zanichelli, Giugno 2018*

<sup>71</sup>Si guardi la figura a pagina 15.

<sup>72</sup> Per interpretare la tabella al meglio si riportano gli esempi di domande corrispondenti alle sigle A1, A2, A3. A1. Esprima quanto è d'accordo con la seguente affermazione. Si utilizzi una scala da 1 a 5. Si riporti 1 se è completamente d'accordo, e 5 se non lo è affatto: "Tendo a vivere per oggi e lasciare che il domani si prenda cura di se". A2. Esprima quanto è d'accordo con la seguente affermazione. Si utilizzi una scala da 1 a 5. Si riporti 1 se è completamente d'accordo, e 5 se non lo è affatto: "Trovo più soddisfacente spendere soldi piuttosto che risparmiarli nel lungo termine". A3. Esprima quanto è d'accordo con la seguente affermazione. Si utilizzi una scala da 1 a 5. Si riporti 1 se è completamente d'accordo, e 5 se non lo è affatto: "Il denaro esiste per essere speso".

Il livello di conoscenza finanziaria non è uniforme in tutta la popolazione (tabella 5). L'istruzione è uno dei fattori più importanti per garantire livelli adeguati di comprensione dei concetti finanziari. Il punteggio medio delle conoscenze scende da circa 4 per i laureati a circa 3,2 per quelli con istruzione secondaria e a 2 per quelli con livelli di istruzione inferiori. In Italia ci sono anche disparità di genere nell'alfabetizzazione finanziaria, sebbene inferiori a quelle registrate in altri paesi (OCSE, 2017).

**Table A5**

**Financial Literacy scores in Italy**  
(averages; weighted data)

	Knowledge	Behaviour	Attitude
<b>Gender</b>			
Women	3.42	4.42	3.12
Men	3.63	4.43	3.04
<b>Age</b>			
Below 35	3.47	4.06	2.84
35-44	3.67	4.59	3.06
44-54	3.63	4.61	3.05
55-64	3.58	4.40	3.20
Over 64	3.32	4.54	3.32
<b>Education</b>			
University degree / some university studies	4.04	4.77	3.17
Secondary school (completed)	3.78	4.55	3.08
Some secondary school	3.18	4.21	3.01
Primary school (completed)	2.98	4.20	3.18
Some primary school	1.98	3.36	3.01
<b>Labour force status</b>			
Self-employed	3.74	4.72	3.02
In paid employment	3.69	4.70	3.08
Looking after the home	3.19	4.20	3.10
Unemployed/looking for first occupation	3.19	4.00	2.86
Retired	3.39	4.53	3.33
Student	3.85	3.44	2.76
<b>Town population size</b>			
Less than 20,000	3.50	4.41	3.13
Between 20,000 and 40,000	3.24	4.46	2.86
More than 40,000	3.66	4.43	3.11
<b>Geographical area</b>			
North	3.58	4.53	3.15
Centre	3.63	4.49	3.11
South	3.38	4.25	2.98
<b>Total</b>	<b>3.52</b>	<b>4.43</b>	<b>3.08</b>

Source: our calculations based on the Italian Literacy and Financial Competence Survey (IACOPI).

*Tabella 5 tratta da "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca" di Antonietta di Salvatore, Francesco Franceschi Andrea e Francesca Zanichelli, Giugno 2018*

Le donne altamente istruite, in particolare, hanno punteggi di conoscenza finanziaria più bassi rispetto ai loro colleghi di sesso maschile (Tabella A6). Le abilità finanziarie aumentano con l'età fino ai 44 anni per poi diminuire nei cittadini più anziani. Si può inoltre notare come il punteggio conseguito nelle diverse componenti sia anche sensibilmente influenzato dalla posizione geografica in cui il soggetto abita. Infine, il knowledge score è inferiore per coloro che non lavorano, come casalinghe, pensionati, disoccupati o persone che cercano il loro primo impiego. Pertanto è probabile che le differenze nella composizione socio-demografica giochino un ruolo nello spiegare le prestazioni tra gli adulti. Rispetto ad altri paesi, l'Italia

è caratterizzata da una maggiore percentuale di individui con bassi livelli di istruzione: circa il 47%<sup>73</sup> della popolazione italiana adulta ha un livello primario di istruzione, mentre lo stesso gruppo rappresenta solo il 14% della popolazione in Germania e non supera il 10 per cento in Canada e nel Regno Unito.

**Table A6**

<b>Financial Literacy scores by socio-demographic class</b> (averages; weighted data)												
Sex	Men						Women					
	Less than high school diploma			At least high school diploma			Less than high school diploma			At least high school diploma		
Education												
Age	< 41	41-60	> 60	< 41	41-60	> 60	< 41	41-60	> 60	< 41	41-60	> 60
Knowledge	2.8	3.3	3.4	3.9	4.2	4.2	3.2	3.1	3.0	3.7	3.9	3.5
Behaviour	3.8	4.0	4.4	4.4	4.9	5.2	4.0	4.3	4.4	4.5	4.7	4.5
Attitudes	2.6	3.0	3.3	3.0	3.1	3.4	2.8	3.0	3.3	3.1	3.2	3.3

<b>Share of population by socio-demographic classes</b> (percentages)												
Italy	6.1	7.7	9.5	11.7	9.6	3.5	5.0	8.9	10.2	12.6	12.0	3.3
Germany	2.7	1.2	0.8	14.8	18.3	12.4	3.3	2.1	3.7	14.1	16.4	10.2
France	2.8	4.2	4.9	16.0	13.9	7.0	2.0	5.1	7.0	17.1	13.7	6.3
Netherlands	2.9	5.1	5.6	14.0	13.0	7.1	3.1	4.8	8.9	17.1	12.6	5.7
United Kingdom	0.9	0.5	1.4	19.0	14.6	11.8	1.0	1.4	1.0	18.8	16.3	13.5
Canada	1.7	1.3	1.1	16.5	16.6	11.3	1.7	2.0	1.2	17.0	18.3	11.3

Source: our calculations based on the Italian Literacy and Financial Competence Survey (IACOFI) and other countries' surveys based on the OECD/INFE Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion (2015).

*Tabella 6 tratta da "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca" di Antonietta di Salvatore, Francesco Franceschi Andrea e Francesca Zanichelli, Giugno 2018*

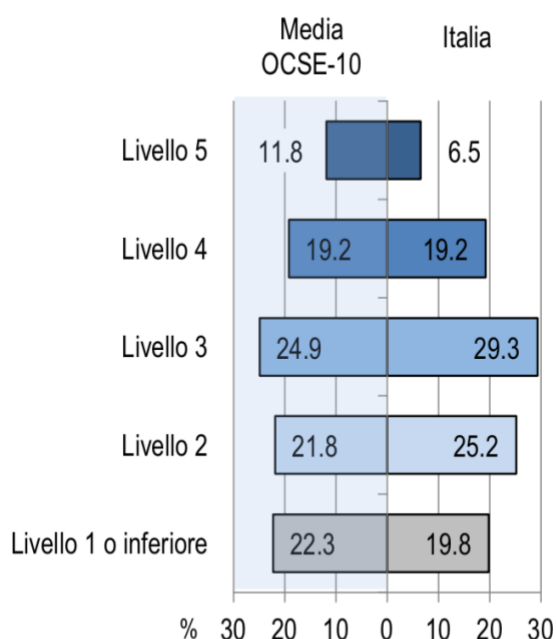
Per quanto concerne la diffusione dell'alfabetizzazione finanziaria tra i ragazzi italiani lo studio più recente è quello condotto dall'OCSE relativo all'anno 2015 ovvero il PISA (Programme for International Student Assessment). Tale indagine triennale esamina anche il livello di competenze in ambito finanziario assimilate dagli studenti quindicenni alla conclusione della scuola dell'obbligo, attraverso la raccolta e l'analisi di dati acquisiti da test e questionari relativi alle nozioni didattiche e all'ambiente in cui gli studenti vivono e imparano<sup>74</sup>. L'indagine offre una serie di dati relativi a più paesi comparabili gli uni con gli altri. In Italia 3.034 studenti sono stati valutati rispetto alle loro competenze finanziarie.

<sup>73</sup> Tale risultato si ottiene sommando la percentuale di soggetti qualsiasi età, che hanno ottenuto un titolo inferiore al diploma non includendo come discriminante sesso ed età.

<sup>74</sup> Si veda <https://www.oecd.org/pisa/PISA-2105-Financial-Literacy-Italy-Italian.pdf>



### Percentale di studenti per ogni livello di competenza in alfabetizzazione finanziaria



### Risultati medi alle prove di alfabetizzazione finanziaria

	Punteggio medio	Posizione nella classifica	Percentuale di studenti Al di sotto del Livello 2	Livello 5
<b>Media OCSE-10</b>	<b>489</b>		<b>22,3</b>	<b>11,8</b>
B-S-J-G (Cina)	566	1 - 1	9,4	33,4
Belgio (Fiandre)	541	2 - 3	12,0	24,0
Province del Canada	533	2 - 3	12,7	21,8
Russia	512	4 - 5	10,9	10,5
Paesi Bassi	509	4 - 6	19,2	17,5
Australia	504	5 - 6	19,7	15,4
Stati Uniti	487	7 - 9	21,6	10,2
Polonia	485	7 - 9	20,1	8,0
Italia	483	7 - 9	19,8	6,5
Spagna	469	10 - 10	24,7	5,6
Lituania	449	11 - 12	31,5	3,7
Repubblica Slovacca	445	11 - 12	34,7	6,3
Cile	432	13 - 13	38,1	3,1
Perù	403	14 - 14	48,2	1,2
Brasile	393	15 - 15	53,3	2,6

Fonti: Figura IV.3.3 e Tabella IV.3.2

Note: i paesi e le economie sono elencati in ordine decrescente di punteggio medio. I paesi e le economie partner sono indicati in blu.

La dicitura "Province del Canada" fa riferimento alle sette province canadesi che hanno partecipato all'indagine PISA 2015 sulla financial literacy: Columbia Britannica, Manitoba, Nuovo Brunswick, Terranova e Labrador, Nuova Scozia, Ontario e Isola del Principe Edoardo.

B-S-J-G (Cina) fa riferimento ai quattro comuni e province cinesi che hanno partecipato all'indagine PISA: Beijing (Pechino), Shanghai, Jiangsu e Guangdong.

Tabella IV.3.2 e figura IV.3.2 tratte da "Risultati PISA 2015: Financial Literacy- nota Paese-Italia"

Come si denota dalla tabella IV.3.2 il livello di conoscenze in ambito finanziario dei ragazzi italiani è poco inferiore ai paesi che hanno partecipato al sondaggio, raggiungendo un average score di 483 che gli permette di ottenere tra la 7° e 9° posizione nella classifica complessiva. Quasi un quinto degli intervistati in Italia non consegue il livello 2<sup>75</sup>, ovvero il livello minimo di competenze stabilito dall'OCSE. Ciò significa che nella migliore prospettiva questi studenti fanno delle scelte semplici in autonomia riguardo le spese giornaliere che hanno dovuto affrontare personalmente.<sup>76</sup> Tale percentuale risulta essere inferiore rispetto alla media dei partecipanti al sondaggio. Inoltre solo il 6,5% dei ragazzi italiani intervistati riesce a conseguire il massimo punteggio nei test<sup>77</sup>

<sup>75</sup> Si veda figura IV.3.3 e dalla tabella IV.3.2

<sup>76</sup> Una domanda esempio di domanda per verificare l'acquisizione del livello di competenze 2 è rintracciabile a tale indirizzo <http://www.oecd.org/pisa/test/financialliteracytest/>

<sup>77</sup> Si veda figura IV.3.

### Change between 2012 and 2015 in mean financial literacy performance

	PISA 2012		PISA 2015		Change between 2012 and 2015 (PISA 2015 - PISA 2012)	
	Mean score	S.E.	Mean score	S.E.	Score dif.	S.E.
<b>OECD</b>						
Australia	526	(2.1)	504	(1.9)	<b>-22</b>	(6.0)
Belgium (Flemish)	541	(3.5)	541	(3.0)	0	(7.0)
Canadian provinces	m	m	533	(4.6)	m	m
Chile	m	m	432	(3.7)	m	m
Italy	466	(2.1)	483	(2.8)	<b>17</b>	(6.4)
Netherlands	m	m	509	(3.3)	m	m
Poland	510	(3.7)	485	(3.0)	<b>-25</b>	(7.1)
Slovak Republic	470	(4.9)	445	(4.5)	<b>-25</b>	(8.5)
Spain	484	(3.2)	469	(3.2)	<b>-16</b>	(7.0)
United States	492	(4.9)	487	(3.8)	-4	(8.2)
OECD average-7	499	(1.4)	488	(1.2)	-11	(5.6)
OECD average-10	m	m	489	(1.1)	m	m
<b>Partners</b>						
Brazil	m	m	393	(3.8)	m	m
B-S-J-G (China)	m	m	566	(6.0)	m	m
Lithuania	m	m	449	(3.1)	m	m
Peru	m	m	403	(3.4)	m	m
Russia	486	(3.7)	512	(3.3)	<b>26</b>	(7.3)

Note: Values that are statistically significant are indicated in bold (see Annex A3).  
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933485464>

Tabella 7 tratta da "PISA 2015 Results STUDENTS' FINANCIAL LITERACY VOLUME IV "

La tabella 7 sopra riportata mostra come l'Italia abbia apportato dei miglioramenti nel livello medio di alfabetizzazione dei propri studenti. Difatti il punteggio conseguito in media nel 2012 era pari a 466 mentre solo tre anni dopo risulta essere 483.

### Students' socio-economic status and performance in financial literacy

Results based on students' self-reports

	Score-point difference in financial literacy associated with a one-unit increase in ESCS <sup>1</sup> (slope of the socio-economic gradient)		Percentage of variance in student performance in financial literacy explained by ESCS (strength of the socio-economic gradient)	
	Score dif.	S.E.	%	S.E.
<b>OECD</b>				
Australia	51	(1.7)	12.0	(0.8)
Belgium (Flemish)	50	(3.2)	16.0	(1.7)
Canadian provinces	38	(3.4)	6.9	(1.1)
Chile	35	(2.2)	13.3	(1.5)
Italy	24	(2.4)	5.5	(1.0)
Netherlands	51	(4.4)	10.5	(1.5)
Poland	34	(2.8)	7.8	(1.2)
Slovak Republic	32	(4.3)	6.5	(1.7)
Spain	26	(1.8)	9.1	(1.2)
United States	36	(2.4)	11.1	(1.3)
OECD average-10	38	(0.9)	9.9	(0.4)
<b>Partners</b>				
Brazil	26	(2.6)	6.5	(1.2)
B-S-J-G (China)	45	(3.8)	16.8	(2.7)
Lithuania	31	(2.8)	6.7	(1.2)
Peru	36	(1.9)	17.2	(1.7)
Russia	22	(3.2)	3.4	(1.0)

1. ESCS refers to the PISA index of economic, social and cultural status.

Note: Values that are statistically significant are indicated in bold (see Annex A3).


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933485703>

Tabella 8 tratta da "PISA 2015 results students' financial literacy volume iv "

Ultimo aspetto interessante su cui si vuol porre l'attenzione è il nesso che intercorre tra lo status e il punteggio nei test riguardanti materie finanziarie. La prospettiva per analizzare se la prima variabile abbia un impatto sulla seconda ci viene fornita dalla tabella IV.4.12. Essa ci mostra come tale collegamento per il Paese Italia sia poco significativo in quanto solo il 5% della variazione dello score dagli studenti (è associato allo status socioeconomico).

### 3 Tra educazione finanziarie e tutela normativa: nasce la Mifid II

Negli ultimi anni il legislatore comunitario ha promosso l'introduzione di ulteriori misure a tutela dell'investitore, individuando nella maggiore responsabilizzazione degli intermediari uno strumento di tutela dell'investitore ma anche un mezzo attraverso il quale favorire lo sviluppo dell'educazione finanziaria tra la popolazione. In quest'ottica è possibile analizzare la Direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID II recepita in Italia con il decreto legislativo 129 insieme al Regolamento UE n. 600/2014 la c.d. MiFIR. Le novità introdotte dalla MiFID II interessano ogni aspetto del settore relativo ai servizi d'investimento. Si sintetizzano brevemente i tratti salienti di tale direttiva a cui si rimanda una trattazione più puntuale nei paragrafi seguenti.

La Direttiva 2014/65/UE declina sotto più varianti il tradizionale e principale strumento di tutela dell'investitore ovvero la trasparenza informativa. Impone maggiori obblighi agli IF riguardo ad essa, designando loro come "informatori" e indirettamente "formatori" dei propri clienti<sup>78</sup>. La MiFID II intende ancora una volta fare chiarezza sui servizi offerti dagli intermediari finanziari in modo da rendere l'investitore maggiormente consapevole, in base al servizio scelto rispetto alle modalità di gestione del suo denaro e agli eventuali rischi legati alle diverse operazioni di investimento. Essa prevede che vengano innanzitutto resi noti i costi relativi ai servizi d'investimento, aspetto molto rilevante in quanto essi risultano avere un grosso impatto sui rendimenti promessi ai clienti. Le informazioni però richieste volte ad assicurare maggiore chiarezza per il cliente non terminano qui. La MiFID II introduce infatti la bipartizione del servizio di consulenza distinguendolo in indipendente, caratterizzata dal fatto che in essa la remunerazione dell'intermediario sia rappresentata esclusivamente dagli onorari corrisposti dal cliente, e quella non dipendente ed impone agli IF l'obbligo di comunicare al cliente fin dal principio quale tipo di servizio egli presta. L'intermediario dovrà anche specificare il metodo attraverso il quale opera per fornire la propria attività consulenza, indicando che tipo di analisi di mercato egli abbia effettuato con riferimento agli strumenti consigliati e se successivamente si proseguirà con una valutazione a scadenze temporali costanti del grado di adeguatezza degli stessi rispetto al profilo dell'investitore. Un'altra importante innovazione introdotta dalla MiFID II, a tutela dell'investitore ma non volta alla sua formazione, è la così detta "product governance" secondo cui le società emittenti degli strumenti finanziari debbano indicare la tipologia di soggetti a cui essi sono rivolti, il target positivo, e quella a cui non può essere proposta e venduta in nessun caso, target negativo. Sarà poi all'intermediario individuare tra il pubblico coloro i quali rappresentano al meglio la categoria indicata dall'emittente e proporre loro gli strumenti designati. Per far ciò è previsto che gli IF si servano di test che possano quantificare due diverse misure attraverso le quali profilare ulteriormente l'investitore. La direttiva 2014/65/UE apporta novità anche rispetto alla capacità di intervento delle autorità di vigilanza dei mercati. Essa si è adoperata in tal senso introducendo la "product intervention". Essa permette all'autorità di bloccare la commercializzazione di quei eventuali prodotti che vengono ritenuti eccessivamente pericolosi e quindi potenzialmente dannosi per il mercato. In questo modo gli istituti di vigilanza potranno indirettamente influenzare il contenuto degli strumenti finanziari venduti sul mercato, innovazione non indifferente in quanto fino ad ora esse veniva attribuito esclusivamente il compito

---

<sup>78</sup> Cfr. "Protezione del risparmiatore-consumatore e alfabetizzazione finanziaria, tra diritto dell'Unione e disciplina nazionale" di Paolo Rossi, 27 novembre 2017.

di controllare che i comportamenti assunti dagli intermediari finanziari fossero rispettosi della normativa vigente. Ultima novità apportata dalla MiFID II ma non per questo meno rilevante riguarda i soggetti che per conto degli intermediari finanziari interagiscono con i clienti. In base al loro tipo di attività la direttiva obbliga loro a detenere un mix di competenze e esperienze nel settore di riferimento

### 3.1 Presidi a tutela dell'investitore

Come già abbiamo riportato già in precedenza sono molteplici gli interventi effettuati dalla MiFID II a tutela dell'investitore. Essa ha infatti come obiettivo principale la maggiore protezione del cliente in ogni fase dell'attività di scelta dei servizi d'investimento, riformando la normativa preesistente riguardo regole di trasparenza informativa e modalità di svolgimento dell'attività di consulenza anche in termini organizzativi. A tal proposito alcuni studiosi del parlano di una rivoluzione del settore della distribuzione dei servizi e dei prodotti finanziari.<sup>79</sup> Gli interventi suddetti vengono rintracciati all'interno della sezione 2 della MiFID 2 intitolata "Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori". Nei paragrafi a seguire si vuol proporre un'attenta analisi delle novità introdotte dalla direttiva in tale tipo di settore.

#### 3.1.1 . Trasparenza informativa su costi, incentivi e tipologia di servizio d'investimento e obblighi comportamentali in capo agli IF.

L'art 24 della direttiva 2014/65/UE intitolato "Principi di carattere generale e informazione del cliente" riporta una serie di obblighi di diverso genere a cui gli intermediari finanziari devono sottostare raggruppati in obblighi informativi e comportamentali.

- **Obblighi informativi.** La consulenza finanziaria ha visto crescere gli obblighi informativi nei confronti della clientela a proposito delle caratteristiche dell'intermediario e dei costi e degli oneri legati ai servizi d'investimento e accessori. Essi infatti devono fornire minuziose spiegazioni riguardo il tipo di consulenza fornita, se indipendente o dipendente, sull'analisi di mercato su cui essa si è basata. In particolare se l'indagine dovesse essere limitata a degli strumenti finanziari, l'intermediario deve specificare se essi sono stati emessi o forniti da soggetti che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da mettere a rischio l'indipendenza della consulenza prestata (Parlamento e Consiglio Europeo, 2014)<sup>80</sup>. Devono inoltre specificare se l'intermediario finanziario provvederà ad giudizio periodico sul grado di adeguatezza dei prodotti finanziari consigliati. Le informazioni che riguardano i prodotti finanziari e le annesse strategie di investimento consigliate devono riportare le strategie le adeguatezze avvertenze in merito ai relativi rischi connessi e indicare se gli strumenti utilizzati siano rivolti a una clientela professione piuttosto che agli investitori retail. Per quanto concerne i costi e gli oneri relativi al servizio d'investimento e ai prodotti venduti/consigliati, non dipeso dalle condizioni di mercato, a seguito dell'introduzione della MiFID II essi devono essere riportati in forma aggregata all'interno di un documento<sup>81</sup>, in modo da consentire al cliente più agevolmente la comprensione del

<sup>79</sup> Cfr. PERRONE, Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia, in Banca, borsa e tit. cred., 2 015,1, I, 23.

<sup>80</sup> Cfr. con Art.24 paragrafo 4 a) ii) della direttiva 2014/65/UE

<sup>81</sup> In Italia il recepimento della Mifid II è stato completato con Regolamento Intermediari adottato con delibera n.20307 dalla Consob del 12 Febbraio 2018. L'art.170 di tale regolamento esplicita in maniera più dettagliata quali siano i costi e gli oneri da riportare. Essi sono i costi relativi al servizio d'investimento, all'acquisto del prodotto venduto/consigliato e al modo in cui il cliente dovrà ricompensare l'intermediario per il servizio prestato

costo totale dell'operazione e impatto che questa avrà sul rendimento complessivo dell'operazione. Qualora il cliente lo richiedesse è previsto che tale il costo totale e la sua spiegazione venga riportata in modo analitica. Allorché fosse possibile, queste informazioni connesse ai costi devono essere procurate al cliente periodicamente e comunque almeno con cadenza annuale per tutto il periodo d'investimento<sup>82</sup>. Tutte le informazioni a cui abbiamo fatto riferimento devono essere fornite in forma comprensibile allo scopo di far sì che i clienti o i potenziali clienti possano essere facilitati nella comprensione della natura del servizio d'investimento e del tipo di prodotti finanziari che essi stanno che gli sono stati offerti, avendo chiari anche i relativi rischi connessi a quest'ultimi in modo da prendere delle decisioni con consapevolezza. Infine gli Stati membri possono autorizzare la comunicazione di queste informazioni attraverso l'utilizzo di un formato standard.<sup>83</sup>

### Voci di costo da indicare e da comunicare al cliente<sup>(1)</sup>

**Tabella 1.** Tutti i costi e gli oneri connessi addebitati al cliente per il servizio o i servizi di investimento e/o servizi accessori che dovrebbero essere inseriti nell'importo da comunicare

Voci di costo da comunicare	Esempi	
<b>Spese una tantum per la prestazione di un servizio d'investimento</b>	Tutti i costi e oneri pagati all'impresa d'investimento all'inizio o alla fine del servizio o dei servizi d'investimento prestati	Commissioni di deposito, commissioni di cessazione e costi di trasferimento <sup>(1)</sup>
<b>Spese correnti per la prestazione di un servizio d'investimento</b>	Tutti i costi e oneri correnti pagati all'impresa di investimento per i servizi prestati al cliente	Commissioni di gestione, commissioni di consulenza, commissioni di custodia
<b>Tutti i costi per operazioni avviate nel corso della prestazione di un servizio d'investimento</b>	Tutti i costi e oneri inerenti alle operazioni effettuate dall'impresa di investimento o da altre parti	Commissioni di intermediazione <sup>(2)</sup> , spese di entrata e di uscita pagate al gestore del fondo, commissioni della piattaforma, maggiorazioni (integrate nel prezzo dell'operazione), imposte di bollo, imposte sulle operazioni e costi di cambio
<b>Spese per servizi accessori</b>	Tutti i costi e oneri per servizi accessori non inclusi nei costi sopra indicati	Costi di ricerca Costi di custodia

<sup>(1)</sup> Per costi di trasferimento s'intendono gli eventuali costi o carichi dell'investitore che passa da un'impresa d'investimento a un'altra.

<sup>(2)</sup> Per commissioni di intermediazione s'intendono i costi addebitati dall'impresa d'investimento per l'esecuzione degli ordini.

**Tabella 2.** Tutti i costi e gli oneri connessi inerenti allo strumento finanziario che dovrebbero essere inseriti nell'importo da comunicare

Voci di costo da comunicare	Esempi	
<b>Spese una tantum</b>	Tutti i costi e oneri (inclusi nel prezzo o che si aggiungono al prezzo dello strumento finanziario) pagati ai fornitori di prodotti all'inizio o alla fine dell'investimento nello strumento finanziario	Anticipi della commissione di gestione, commissione di strutturazione <sup>(1)</sup> , commissione di distribuzione
<b>Spese correnti</b>	Tutti i costi e oneri correnti per la gestione del prodotto finanziario che sono dedotti dal valore dello strumento finanziario nel corso dell'investimento in esso	Commissioni di gestione, costi del servizio, commissioni di swap, costi e imposte sulla concessione di titoli in prestito, costi di finanziamento
<b>Tutti i costi per le operazioni</b>	Tutti i costi e oneri sostenuti per effetto dell'acquisto dell'investimento e del disinvestimento	Commissioni di intermediazione, spese di entrata e di uscita pagate dal fondo, maggiorazioni integrate nel prezzo dell'operazione, imposte di bollo, imposte sulle operazioni e costi di cambio
<b>Costi accessori</b>		Commissioni di performance

<sup>(1)</sup> Per commissioni di strutturazione s'intendono le commissioni addebitate dai produttori di prodotti d'investimento strutturati per la strutturazione dei prodotti. Può rientrarvi una gamma più ampia di servizi forniti dal produttore

Tabella 9 riassuntive dei costi e degli oneri da comunicare dopo attuazione della MiFID II. Tratte <https://www.bluerating.com/banche-e-reti/525333/mifid-2-cosi-aumentera-la-trasparenza-dei-costi>

- **Obblighi comportamentali.** Gli intermediari finanziari devono fornire in servizio di investimento in modo onesto, equo e professionale con lo scopo di perseguire al meglio gli obiettivi dei loro clienti.<sup>84</sup>Le imprese d'investimento deve conoscere gli strumenti finanziari che vende e/o offre ai clienti, proponendo ad ognuno di essi quello che più risulta essere aderente alle sue esigenze tenendo conto del target finale a cui il prodotto è interessato.<sup>85</sup>Se la società fornisce un servizio di consulenza

<sup>82</sup> Cfr. con Art.24 paragrafo 4 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>83</sup> Cfr. con Art.24 paragrafo 5 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>84</sup> Cfr. con Art.24 paragrafo 1 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>85</sup> Si fa riferimento alla Product Governance la cui trattazione di rimanda ai paragrafi seguenti.

in ambito di investimenti su base indipendente essa deve analizzare un numero vario di prodotti finanziari senza limitarsi a quelli emessi o forniti da società connesse o con cui l'impresa ha accordi contrattuali che possono compromettere la sua indipendenza in modo da perseguire gli obiettivi dell'investitore. Inoltre se la consulenza fornita è su base indipendente l'impresa non deve accettare o trattenere onerari, commissioni o benefici monetari o non monetari da soggetti terzi legati alla prestazione fornita al cliente.<sup>86</sup>Stessa limitazione la si applica per la gestione del portafoglio di impresa di investimento.<sup>87</sup>Se tali obblighi non venissero rispettati allora gli Stati membri si impegnano a non considerare le imprese d'investimento come in regola a meno che i pagamenti o benefici abbiano come obiettivo di aumentare la qualità del servizio prestato al cliente e che non siano portino l'intermediario a infrangere gli obblighi suddetti di azione in modo equo professionale e onesto in capo alla società d'investimento. Se dovessero sussistere tali tipi di benefici o pagamenti, la loro natura e il loro importo non possa essere accertati, il metodo di calcolo del loro valore deve essere notificato al cliente con completezza accuratezza e comprensibilità prima della fornitura del servizio di investimento o del servizio accessorio. Inoltre qualora fosse possibile l'impresa comunica all'investitore il meccanismo di trasferimento in capo ad egli delle commissioni, degli oneri o dei benefici monetari o non monetari connessi alla servizio di riferimento. Se i benefici o i costi legati alla prestazione offerta non possono in alcun modo fare entrare in conflitto l'impresa d'investimento con il loro dovere di azione in maniera onesta, equa e professionale allora non sono soggetti agli obblighi sopra menzionati. Gli intermediari che forniscono servizi di investimento devono adottare dei metodi di remunerazione dei propri dipendenti che non possano entrare in conflitto con l'interesse dei clienti. Infatti non possono far dipendere il salario dei loro impiegati dalla vendita di un determinato prodotto finanziario in quanto questo incentiverebbe i dipendenti a vendere ai clienti prodotti potenzialmente poco aderenti alle loro esigenze. Infine agli Stati è permesso di richiedere ulteriori requisiti alle imprese di investimento qualora questi fossero giustificati dalla esigenza di difendere l'investitore o il mercato da rilevanti e specifici rischi.<sup>88</sup>

### 3.1.2 Criteri adeguatezza investimenti per il cliente.

L'introduzione della MiFID II ha certamente aumentato le restrizioni normative volte a misurare quanto un investimento effettuato dal cliente o per conto del cliente sia aderente alle sue esigenze. Come riportato già nel paragrafo precedente la valutazione deve essere assicurata con una frequenza periodica massima pari all'anno durante il periodo d'investimento. Per la formulazione del giudizio di adeguatezza la direttiva ha introdotto due principi: il primo relativo alla tolleranza del rischio da parte del cliente o del potenziale cliente, ed il secondo fondato sulla capacità di sostenere eventuali perdite.

Per ottenere informazioni circa questi due aspetti le imprese d'investimento utilizzano questionari di profilazione dell'investitore che tengano conto delle sue conoscenze ed esperienze in proposito alla consulenza in merito ad attività di investimento, all'utilizzo del tipo di strumento finanziario o del servizio

---

<sup>86</sup> Cfr. Art.24 paragrafo 7 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>87</sup> Cfr. Art.24 paragrafo 8 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>88</sup> Cfr. Art 24 paragrafo 12 della direttiva 2014/65/UE.

richiesto dal cliente e alla sua situazione economica patrimoniale. Se l'investimento non dovesse essere reputato idoneo l'investitore sarà informato dalla società. Inoltre è possibile che il cliente non abbia fornito abbastanza informazioni per permettere un attendibile valutazione e in tal caso l'impresa d'investimento dovrà avvisare il cliente che non è in grado in quelle circostanze di verificare il grado di adeguatezza dell'investimento.<sup>89</sup> Questi obblighi decadono nel caso in cui il servizio d'investimento prestato risulti essere solo l'attività di esecuzione o di ricezione e trasmissione di ordini per il cliente e congiuntamente sussistano determinate condizioni.<sup>90</sup> Le imprese d'investimento prima di portare a termine l'operazione concordata con il cliente forniscono allo stesso un documento che specifichi il giudizio d'adeguatezza dell'investimento e le ragioni per cui si è arrivata alla formulazione di tale esito, quindi perché esso possa soddisfare gli obiettivi del cliente e perché esso sia conforme alle sue caratteristiche e preferenze.<sup>91</sup>

Anche in questo caso alla Commissione è permesso di adottare atti delegati con l'obiettivo di assicurare che le imprese d'investimento rispettino gli obblighi relativi alla misurazione del livello di adeguatezza dell'investimento e che aggiornino periodicamente il cliente prendendo in considerazione il livello di complessità strumenti finanziari, la natura del servizio e i costi sostenuti dal cliente per esso. Questi atti possono riguardare:

- le operazioni effettuate dalle imprese per conto dei clienti in termini di oggetto dimensione e frequenza;
- la natura dei prodotti
- la tipologia intesa come classificazione del cliente.

Con l'attuazione della MiFID II è stato inoltre previsto che l'impresa di investimento possa proporre al cliente eventuali operazioni che prevedano la vendita di uno strumento finanziario con lo scopo di acquistarne un successivo in grado di apportare maggiori benefici (c.d. Switch). In tal caso l'impresa d'investimento ha il compito di allegare alla proposta una relazione che analizzi i costi e i benefici derivati da questa operazione in modo da dimostrarle la convenienza e l'adeguatezza comprandola anche con investimenti già effettuati dal cliente.<sup>92</sup>

---

<sup>89</sup> Cfr. Art.25 paragrafo 2 e 3 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>90</sup> Si veda Art.25 paragrafo 4 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>91</sup> Si veda Art.25 paragrafo 6 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>92</sup> Cfr. art.54 paragrafo 11 del REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DELLA COMMISSIONE del 25 aprile 2016 integrativo della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio .



### 3.1.3 La consulenza “qualificata”

Il legislatore comunitario per garantire una maggiore protezione dell’investitore ha reputato necessario intervenire anche introducendo un obbligo di formazione del personale che si interfaccia con i clienti da parte delle imprese di investimento. Si desidera infatti che ogni dipendente conosca e gestisca al meglio tutti i prodotti finanziari che egli stesso consiglia ai propri clienti, e che avendo delle solide competenze e conoscenze sia in grado di districarsi all’interno del mercato finanziari che negli ultimi anni si è contraddistinto per la sua capacità di innovarsi<sup>93</sup>. Gli Stati Membri devono pubblicare i criteri da utilizzare per verifica dei dipendenti delle imprese d’investimento, mentre la divulgazione di orientamenti volti alla puntualizzazione dei criteri valutativi da è assegnata all’ESMA, la quale in virtù di questo suo incarico e a completamento della MiFID II, ha pubblicato le linee per la verifica delle competenze e delle conoscenze del personale delle imprese d’investimento. Le competenze che devo possedere i soggetti adibiti a servizi di consulenza d’investimento e invece quelle necessarie a coloro che svolgono solo compiti di tipo informativo legati ai servizi d’investimento, e le imprese d’investimento una struttura organizzativa tale da permettere loro di valutare le competenze del proprio personale, mantenerle e migliorarle aggiornarle nel tempo in base all’evoluzione del mercato. Si riporta alato la figura 4 riassuntiva dei requisiti richiesti alle imprese d’investimento.<sup>94</sup>

#### IL QUADRO

##### L’elenco e le descrizioni

- Definizione di una precisa mappatura dei compiti del personale a diretto contatto con la clientela
- Bilanciamento tra esperienza e titoli di studio conseguiti: più bassa la qualifica del personale, maggiore sarà l’esperienza richiesta
- A parità di titolo di studio, l’esperienza richiesta è più alta per chi fornisce consulenza rispetto a semplici informazioni alla clientela
- Introduzione del concetto di lavoro “sotto supervisione” e “supervisore”
- Obbligo di effettuare una revisione periodica delle conoscenze e competenze del personale
- Introduzione di percorsi di formazione nel continuo, in particolare con riferimento a nuovi servizi e prodotti commercializzati
- Tracciatura delle conoscenze e competenze di ogni dipendente che presta il servizio di consulenza o fornisce informazioni alla clientela
- Formazione professionale specifica, mediante partecipazione a corsi della durata di almeno 60 ore, nei 12 mesi antecedenti l’inizio dell’attività, al fine di ridurre i mesi di esperienza richiesti a fronte di alcuni titoli di studio
- Obbligo di svolgimento di un test di verifica a completamento dei corsi di tenuto da un soggetto diverso da quello che ha effettuato la formazione

*Figura 4* tratta dall’ E-BOOK pubblicato dal Sole 24ore il 18 ottobre 2017 intitolato “Le nuove tutele per

### 3.1.4 Product Governance.

Sulla scia della MiFID I la direttiva 2014/65/UE introduce una serie di specifici vincoli connessi alla creazione e alla distribuzione degli strumenti finanziari. Questa serie blocco di norme costituiscono l’essenza della cosiddetta Product Governance e fanno sorgere in capo alle imprese d’investimento una successione di obblighi di tipo organizzativo e comportamentale funzionali a far si che esse perseguano al meglio l’interesse della propria clientela. Le società d’investimento che progettano strumenti finanziari devono adottare una struttura organizzativa tale da permettere di evitare che sorgano conflitti d’interesse con i potenziali o attuali clienti<sup>95</sup>. Inoltre per la progettazione dei prodotti finanziari o per la modifica di strumenti è richiesto che si servano di processi interni che controllino e approvino quest’ultimi prima che questi

<sup>93</sup> Si veda Art.25 paragrafo 1 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>94</sup> La figura di riferimento è tratta dall’ E-BOOK pubblicato dal Sole 24ore il 18 ottobre 2017 intitolato “Le nuove tutele per chi investe”

<sup>95</sup> Cfr. art.16 paragrafo 3 comma 1 della direttiva 2014/65/UE.



vengano venduti tra il pubblico<sup>96</sup>. A questo tipo di processi è delegato il compito di definire la categoria di clientela ideale a cui gli strumenti dovranno essere rivolti e il loro metodo di distribuzione, tenendo conto degli interessi che dovrebbero perseguire gli investitori target e dei rischi che questi dovranno sopportare.<sup>97</sup>D'altra parte è necessario che essi definiscano anche il così detto target negativo ovvero il tipo di soggetti ai quali non deve essere venduto il prodotto di riferimento<sup>98</sup>. Questi due obblighi sono identificabili come l'essenza delle normative in termini di Product Governance. Il legislatore dinanzi alle crisi finanziarie affrontate, ha rivolto la sua attenzione agli investitori retail i quali più volte hanno inconsapevolmente investito in strumenti vedendo poi dissolvere in propri risparmi in pochissimo tempo. Si è preferito perciò intervenire a monte del problema, strutturando un meccanismo che selezioni a priori i soggetti a cui possono venduti o non i prodotti finanziari. Oltretutto i controlli circa l'aderenza degli strumenti finanziari all'investitore target devono essere reiterati nel tempo, verificando che non sia cambiato significativamente il rischio associato ad essi<sup>99</sup>.



Figura 5 rappresentante Il ciclo di vita del prodotto e obblighi organizzativi introdotti a seguito della MiFID II  
Tratta da <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2017/09/ie-product-governance-chapter-Jul17>.

<sup>96</sup> Cfr. art.16 paragrafo 3 comma 2 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>97</sup> Cfr. art.16 paragrafo 3 comma 3 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>98</sup> L'art.9 paragrafo 9 della Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016 a integrazione della MIFID II afferma infatti "Gli Stati membri impongono alle imprese di investimento di identificare a un livello sufficientemente granulare il mercato di riferimento potenziale per ogni strumento finanziario e di specificare il/i tipo/i di cliente per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario è compatibile. Come parte di questo processo, l'impresa individua qualsiasi gruppo/i di clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario non è compatibile. Laddove imprese di investimento collaborino alla produzione di uno strumento finanziario, è necessario individuare solo un mercato di riferimento."

<sup>99</sup> Cfr. art.16 paragrafo 3 comma 4 della direttiva 2014/65/UE.

Se le società ideatrici dei prodotti individuano le categorie teoriche degli investitori a cui consigliare o a cui non rivolgere il prodotto finanziario, d'altra parte le società distributrici devono conoscere le caratteristiche dello strumento e individuare i rispettivi clienti target all'interno del mercato<sup>100</sup>.

Anche le ESMA ha recentemente pubblicato le sue linee guida in tema di Product Governance, in aggiunta a quelle introdotte dalla MiFID II, affinché si assicuri una consistente applicazione delle regole ed in particolare quelle in relazione all'assegnazione della clientela target degli strumenti finanziari. A tal proposito introduce cinque parametri qualitativi da analizzare per l'identificazione dei mercati target sia per imprese produttrici dello strumento finanziario ma anche per le società distributrici dello stesso<sup>101</sup>. Inoltre specifica che in rare e giustificabili circostanze, alcuni strumenti possano essere venduti dal distributore non seguendo pedissequamente il processo distributivo indicato in dall'impresa produttrice.<sup>102</sup>

### 3.1.5 Production Intervention

La MiFID II e la MiFIR hanno ulteriormente migliorato la tutela dell'investitore attraverso un insieme di norme che vanno a costituire la cosiddetta "Product Intervention". Esse accrescono sensibilmente i poteri dell'ESMA e dell'EBA consentendo qualora individuassero prodotti rischiosi per la stabilità del mercato e per l'investitore, di bloccare la commercializzazione. La legittimazione di questi poteri è rintracciabile all'interno dell'art.69, paragrafo 2 della MiFID II che elencando i poteri in capo all'autorità afferma che esse possono :

“m)richiedere la sospensione delle negoziazioni di uno strumento finanziario;[...]s)sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli articoli 40, 41 o 42 del regolamento (UE) n. 600/2014 siano soddisfatte; t)sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora l'impresa di investimento non abbia sviluppato o applicato un processo di approvazione del prodotto efficace o non abbia altrimenti rispettato le disposizioni di cui all'articolo 16, paragrafo 3, della presente direttiva;” (Parlamento e Consiglio Europeo, 2014)

Come è possibile osservare il punto s) fa riferimento agli art. 40, 41 e 42 del regolamento (UE) n. 600/2014 ovvero la MiFIR. Nei primi due il legislatore specifica le caratteristiche e i sistemi attraverso i quali l'ESMA e l'EBA possono esercitare i poteri a loro assegnati in ambito di Product Intervention. Se ne riassumono adesso i tratti salienti in relazione di ognuna di queste istituzioni.

- ESMA. Questa istituzione ha il potere di bloccare in via temporanea la commercializzazione e conseguentemente la vendita di un prodotto finanziario o l'utilizzo di una pratica finanziaria qualora dovessero reputare che possano essere dannose per l'investitore, mettendo in rischio l'integrità e la stabilità dei mercati, e nessuna autorità abbia preso dei provvedimenti a

---

<sup>100</sup> Cfr. art.16 paragrafo 3 comma 6 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>101</sup> Per eventuali approfondimenti si veda il paragrafo 18 e 34 del "Guidelines on MiFID II Product Governance requirements" redatto dall'ESMA

<sup>102</sup> Per eventuali approfondimenti si veda il paragrafo 51 del "Guidelines on MiFID II Product Governance requirements" redatto dall'ESMA

riguardo<sup>103</sup>. La valutazione viene effettuata ai criteri esplicitati attraverso atti delegati dalla Commissione. Questi prevedono che l'ESMA tenga in considerazione del livello di complessità dello strumento in relazione al tipo di categoria di cliente a cui è stato venduto del valore di un'operazione di collocamento di questo titolo sul mercato, del suo effetto leverage di cui e delle differenze tra questo e gli strumenti commercializzati precedentemente al suo ingresso nel mercato<sup>104</sup>. L'ESMA prima di adottare la misura deve avvisare le altre autorità competenti e pubblicarla all'interno del proprio sito Internet specificando la data di applicazione del provvedimento<sup>105</sup>. Inoltre è previsto che essa debba al più ogni 3 mesi verificare se la misura sia ancora necessaria ed eventuale prorogarla. In caso contrario essa decade.<sup>106</sup>

- EBA. I poteri e i vincoli applicativi previsti per l'EBA risultano essere i medesimi di quelli previsti per l'ESMA con la differenza che all'EBA si assegna la possibilità di intervento sui depositi strutturati.<sup>107</sup>

L'art 42 della MiFIR attribuisce il potere di intervento e sospensione temporanea di prodotti o pratiche nocive anche alle autorità di vigilanza nazionali ed inoltre da loro, in casi eccezionali e particolarmente urgenti, la possibilità di adottare provvedimenti notificandoli 24 ore prima all'ESMA e EBA.<sup>108</sup>

Le misure adottate dall'ESMA e dall'EBA vengano adottate anche all'interno degli Stati Membri, mentre quelle proposte dalle Autorità nazionali vengono adottate ai soggetti che operano nei mercati interni allo stato di riferimento. Infine i provvedimenti che possono adottare ANC<sup>109</sup> possono avere durata permanente a differenza di quelli introdotti dall'ESMA e dall'EBA.<sup>110</sup>

### 3.1.6 Risoluzione stragiudiziale

Ultima innovazione apportata della MiFID II, nell'ottica di una maggiore tutela dell'investitore riguarda la risoluzione stragiudiziale delle controversie tra fornitori di servizi d'investimento e clienti. La MiFID II impone agli Stati Membri di dotarsi di un meccanismo di risoluzione stragiudiziale a cui si prevede aderiscano tutte le imprese che forniscono servizi d'investimento nel territorio nazionale. In questo modo il legislatore ha voluto uniformare il trattamento normativo a cui ogni IF devono sottostare all'interno del territorio nazionale in cui hanno sede. All'ESMA vengono poi comunicati i metodi di cui si sono dotati i paesi UE. In ambito italiano questa normativa è stata recepita ed ha conseguentemente sancito la modifica del art.32-ter del TUF. Esso impone a tutti i soggetti controllati dalla Consob di aderire al sistema di risoluzione stragiudiziale delle cause riguardanti investitori diversi da quelli professionali prevedendo delle

---

<sup>103</sup> Cfr. art 40 comma 1 e 2 del regolamento (UE) n. 600/2014

<sup>104</sup> Cfr. art 40 comma 8 del regolamento (UE) n. 600/2014

<sup>105</sup> Cfr. art 40 comma 4 e 5 del regolamento (UE) n. 600/2014

<sup>106</sup> Cfr. art 40 comma 6 del regolamento (UE) n. 600/2014

<sup>107</sup> Si veda art.41 del regolamento (UE) n. 600/2014 e lo si confronti con art. 40 del medesimo regolamento.

<sup>108</sup> Si veda art.42 comma 1 e 4 del regolamento (UE) n. 600/2014

<sup>109</sup> Autorità nazionali di competenza

<sup>110</sup> L' art.42 del regolamento (UE) n. 600/2014 non fa infatti riferimento ad alcun tipo di scadenza del provvedimento e non si specifica la necessità di revisione dello stesso.

sanzioni per coloro i quali non rispettano tale normativa.<sup>111</sup> Il secondo comma dell'art.32-ter assegna alla Consob la definizione delle procedure di risoluzione e rimanda indirettamente alla delibera n. 19602 del 4.5.2016 con la quale essa ha istituito l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) e ne indica il suo funzionamento. Questa istituzione ha il compito di risolvere le vertenze giudiziarie che contestino il mancato rispetto, nei confronti dei clienti non professionali, degli obblighi comportamentali di diligenza correttezza, informazione che abbiano avuto effetti patrimoniali immediati sul patrimonio della parte lesa inferiori ai 500.000 euro.<sup>112</sup> L'ACF è costituito da due organi il Collegio, costituito da 4 membri ha l'onere di prendere le decisioni finali riguardo i contenziosi e la Segreteria Tecnica che svolge un ruolo di supporto al Collegio e rende pubblici i dossier e gli eventuali risvolti della procedura.<sup>113</sup> Il processo può essere richiesto esclusivamente dall'investitore. Inoltre devono essere soddisfatti altri 3 requisiti affinché il cliente possa fare ricorso all'Arbitro<sup>114</sup>:

1. Non devono essere già state avviate altre procedure extragiudiziali;
2. Il richiedente deve avere già esposto reclamo all'impresa d'investimento e ottenuto una risposta dall'intermediario oppure devono essere passati più di 60 giorni dalla data del reclamo;
3. Non deve essere trascorso un anno dalla notifica del reclamo.

L'iter di svolgimento della risoluzione stragiudiziale della controversia prevede una prima fase all'interno della quale l'investitore, dopo aver fatto ricorso, e l'IF di riferimento forniscono le loro deduzioni alla Segreteria Tecnica<sup>115</sup>. Essa elabora in seguito un dossier, contenente il ricorso le deduzioni e altri allegati annessi dalle parti, e una propria relazione<sup>116</sup>. Sulla base di quest'ultimi infine il Collegio entro 90 giorni elabora e comunica la decisione motivandola, tenendo conto dei regolamenti in materia e dei codici di condotta delle associazioni di categoria<sup>117</sup>. Include in essa In caso di accettazione del ricorso include in essa il periodo entro il quale l'impresa d'investimento dovrà adempiere alla decisione dell'Arbitro e qualora non fosse specificato si intende come scadenza 30 giorni dalla ricezione della decisione<sup>118</sup>. Infine per tutelare ulteriormente l'investitore sono previsti delle sanzioni e dei meccanismi di controllo per possibili inadempimenti da parte dell'IF degli obblighi imposti dalla decisione dell'Arbitro.<sup>119</sup>

---

<sup>111</sup> Cfr. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 Aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 68 del 21.5.2018 e dal D.Lgs. n. 95 del 20 luglio 2018

<sup>112</sup> Cfr. Delibera n. 19602 del 4.5.2016 art.4 comma 1,2,3.

<sup>113</sup> Per una più attenta analisi si rimanda al Capo II intitolato "Struttura dell'Arbitro" della delibera n. 19602 del 4.5.2016

<sup>114</sup> Cfr. art.10 comma 1,2,3 della Delibera n. 19602 del 4.5.2016

<sup>115</sup> Cfr. art 11 comma 4,5,6 della Delibera n. 19602 del 4.5.2016

<sup>116</sup> Cfr. art.11 comma 7 della Delibera n. 19602 del 4.5.2016

<sup>117</sup> Cfr. art.14 e 15 commi 1 della Delibera n. 19602 del 4.5.2016

<sup>118</sup> Cfr. art.15 comma 3 della Delibera n. 19602 del 4.5.2016

<sup>119</sup> Per una più attenta analisi si rimanda all'art.16 intitolato "Esecuzione della decisione" della delibera n. 19602 del 4.5.2016

## Conclusioni

La MiFID II è probabilmente l'ultimo dei passi compiuti dal legislatore all'interno di un lungo processo volto a migliorare la tutela dell'investitore. In linea con la MiFID I, in essa emerge l'importanza del servizio di consulenza nell'ottica di un miglioramento del sistema normativo a protezione dell'investitore e più in generale del funzionamento del mercato. Alle imprese che offrono servizi d'investimento vengono imposti numerosi obblighi comportamentali, affinché si possano fronteggiare al meglio esternalità negative di mercato, ma anche obblighi informativi con l'obiettivo di far crescere, attraverso un maggiore trasparenza, la consapevolezza dell'investitore rispetto alle scelte d'impiego del proprio capitale. Le elevate competenze richieste al personale degli IF e le normative in tema di Product Governance e Product Intervention, assicurano maggiore credibilità alle società di consulenza e rendono più appetibili agli occhi dei potenziali clienti gli investimenti finanziari.

Certamente l'entrata in vigore di questi obblighi è funzionale al perseguimento dell'interesse pubblico, ma d'altro canto essa ha apportato molteplici e aggiuntivi costi a carico degli IF. Oneri causati dalla necessità di dotarsi di sistemi di gestione dell'enorme mole di dati generati dalle normative di Product Governance introdotte, e dagli obblighi d'informazione "attiva" e "passiva" nei confronti della clientela, oppure dall'esigenza di modificare la loro struttura organizzativa qualora non permettesse una valutazione periodica del personale e/o il perseguimento degli obiettivi del cliente.

Costi e sforzi reputati necessari dal legislatore e potenzialmente in grado di generare un meccanismo virtuoso all'interno del mercato. La Mifid II infatti potrebbe essere percepita dalle imprese d'investimento come un'opportunità e/o uno stimolo in più a ottimizzare l'utilizzo delle proprie risorse, a migliorare i propri servizi progettando strumenti finanziari o sistemi tecnologici innovativi e sostenibili.

Per costatare l'eventuale efficacia della Direttiva 2014/65/UE sarà necessario attendere lo scorrere del tempo. Senza dubbio il suo obiettivo principale, ovvero la tutela dell'investitore, richiederà successivi interventi da parte del legislatore legati alla rapida evoluzione del mercato ma d'altra parte non si può esclusivamente far affidamento alla tutela normativa nel perseguimento di tale scopo. È infatti necessario affiancare ad essa programmi di educazione che rendano ogni soggetto capace di prendere delle decisioni di tipo finanziario, padroneggiando i principi base di funzionamento del mercato. La conoscenza è uno strumento di autotutela imprescindibile per l'investitore, senza la quale egli rimarrà esposto a potenziali perdite economiche che la legislazione non può prevenire. Le indagini svolte tra la popolazione mondiale ed europea hanno evidenziato grosse carenze in termini di competenze finanziarie nonostante i cittadini affrontino quotidianamente decisioni di tipo economico più o meno rilevanti per il loro benessere finanziario. Per tale motivo si reputa ragionevole dedurre che, attraverso un miglioramento del livello di alfabetizzazione finanziaria a livello globale, si potrà fare un ulteriore salto di qualità all'interno del funzionamento del mercato e nella prevenzione di eventuali crisi finanziarie, mentre la responsabilizzazione degli intermediari nel quadro normativo a tutela dell'investitore risulta essere indiscutibilmente una tappa importante per la protezione dell'investitore retail e uno strumento attraverso il quale velocizzare la formazione dello stesso.



## Bibliografia

- 7a Commissione permanente Istruzione Pubblica E Beni Culturali . (2016, Aprile 5). *Consob.it*. Tratto da [http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione\\_dagostino\\_20160405.pdf/aa0a19c6-bae0-461b-9d0d-e26599657501](http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione_dagostino_20160405.pdf/aa0a19c6-bae0-461b-9d0d-e26599657501)
- ANZ Bank. (2008). Tratto da <https://www.cffc.org.nz/assets/Documents/FKS-2009-Financial-Knowledge-Survey-Summary.pdf>
- Brocardi. (s.d.). *Brocardi.it*. Tratto da <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quarto/titolo-i/capoi/sezione-i/art1176.html>
- Brocardi. (s.d.). *Brocardi.it*. Tratto da <https://www.brocardi.it/codice-del-consumo/parte-i/titolo-i/art3.html>
- Cardia, L. (2010, Marzo 19). Tratto da [http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Inte/Intervento\\_cardia\\_cod\\_consumo\\_19\\_03\\_10.pdf](http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Inte/Intervento_cardia_cod_consumo_19_03_10.pdf)
- Chiabrera, A. (2018, Marzo 24). *Chiabrera*. Tratto da [www.chiabrera.blog](http://www.chiabrera.blog): <http://www.chiabrera.blog/2018/03/24/lasimmetria-informativa-in-ambito-assicurativo/>
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. (s.d.).
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. (1998, Luglio 1). Art. 31, comma 2, del Regolamento CONSOB n. 11522.
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. (s.d.). *Consob*. Tratto da [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2007\\_16190.pdf/bad28615-4a2c-40d0-b130-551000f26cdc](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2007_16190.pdf/bad28615-4a2c-40d0-b130-551000f26cdc)
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. (s.d.). *Consob.it*. Tratto da [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2007\\_16190.pdf/bad28615-4a2c-40d0-b130-551000f26cdc](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2007_16190.pdf/bad28615-4a2c-40d0-b130-551000f26cdc)
- Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa. (s.d.). *Indiritto*. Tratto da [www.indiritto.it](http://www.indiritto.it): <https://indiritto.it/2007/11/21/la-direttiva-mifid-e-il-dlgs-n-164-del-2007-innovazioni-e-vincoli-di-trasparenza-nella-intermediazione-finanziaria-e-mobiliare/>
- Commissione per il mercato interno e la protezione dei consumatori. (2013, Maggio 15). Tratto da <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2013-0163+0+DOC+PDF+V0//IT>
- Consiglio ECOFIN. (8 Maggio 2017).
- Diritto e Giustizia*. (2017, Febbraio 21). Tratto da [http://www.dirittoegiustizia.it/allegati/PP\\_SOC\\_17GUlegge15\\_s.pdf](http://www.dirittoegiustizia.it/allegati/PP_SOC_17GUlegge15_s.pdf)
- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2003). *Finra*. Tratto da [finra.org](http://www.finra.org): <https://www.finra.org/sites/default/files/InvestorDocument/p011459.pdf>
- Forum ANIA Consumatori. (s.d.). *Io&irischi*. (F. A. CONSUMATORI, Produttore) Tratto il giorno Settembre 11, 2018 da <http://www.ioeirischi.it/index.php/liniziativa/introduzione>
- Gianecchini, D. C. (s.d.). Tratto da [higher.ed.mheducation.com](http://higher.ed.mheducation.com)
- Lusardi, A. (2008, Febbraio). Tratto da [https://www.dartmouth.edu/~alusardi/Papers/Literacy\\_Information\\_Education.pdf](https://www.dartmouth.edu/~alusardi/Papers/Literacy_Information_Education.pdf)
- Lusardi, A., & S.Mitchell, O. (2008, Marzo). Tratto da <https://www.dartmouth.edu/~alusardi/Papers/Lusardi-Mitchell08.pdf>
- Lusardi, A., & Tufano, P. (2008, Settembre). Tratto da [http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Papers/lusardi\\_tufano.pdf](http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Papers/lusardi_tufano.pdf)
- M.Bianca. (1983). La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale. *Rivista di Diritto Civile*.
- Mandell, L. (2007). Financial Literacy of High School Students. In J. J. Xiao, *Handbook of Consumer Finance Research* (p. 163-164). Tratto da [https://ahmadlhadhani.files.wordpress.com/2009/10/handbook\\_of\\_cfr.pdf](https://ahmadlhadhani.files.wordpress.com/2009/10/handbook_of_cfr.pdf)
- Minervini, G. (1989). *La Consob : lezioni di diritto del mercato finanziario*. Napoli: Liguori.
- Moore, D. (2003, Dicembre). (W. Washington State Department of Financial Institutions Olympia, Produttore) Tratto da [https://www.researchgate.net/profile/Danna\\_Moore/publication/265728242\\_Survey\\_of\\_Financial\\_Literacy\\_in\\_Washington\\_State\\_Knowledge\\_behavior\\_Attitudes\\_and\\_Experiences/links/5419f1260cf2218008bfa43d/Survey-of-Financial-Literacy-in-Washington-State-Knowledge-behavior-Attitudes-and-Experiences.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Danna_Moore/publication/265728242_Survey_of_Financial_Literacy_in_Washington_State_Knowledge_behavior_Attitudes_and_Experiences/links/5419f1260cf2218008bfa43d/Survey-of-Financial-Literacy-in-Washington-State-Knowledge-behavior-Attitudes-and-Experiences.pdf)

- OCSE. (s.d.).
- OECD. (2005). *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education*.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2011, Ottobre 26). Tratto da oecd.org: <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/49319977.pdf>
- Parlamento e Consiglio Europeo. (2014, 15 Maggio). *Direttiva 2014/65/UE*. Tratto da [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2014.173.01.0349.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.ITA)
- Parlamento Europeo. (2008, Ottobre 2008). Tratto da <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2008-0393+0+DOC+PDF+V0//IT>
- President's Advisory Council on Financial Literacy(PACFL). (2008). Tratto da [https://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Domestic-Finance/Documents/exec\\_sum.pdf](https://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Domestic-Finance/Documents/exec_sum.pdf)
- Renato Rordorf, C. d. (2012). *Treccani*. Tratto da Treccani.it: [http://www.treccani.it/enciclopedia/contratti-del-mercato-finanziario\\_\(Il-Libro-dell'anno-del-Diritto\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/contratti-del-mercato-finanziario_(Il-Libro-dell'anno-del-Diritto)/)
- Rordorf, R. (2007). La tutela del risparmiatore: norme nuove e problemi vecchi. In A. A.–M. Paracampo (A cura di), *La distribuzione di prodotti finanziari, bancari e assicurativi. Nuove regole e problemi applicativi*. Bari.
- Rossi Carleo, L., & Alpa, G. (2006). Commentario al Codice Civile. In P. Cendon (A cura di). Giuffrè Editore.
- Senato della Repubblica e Camera dei deputati. (2017, Febbraio). Tratto da <http://documenti.camera.it/leg17/dossier/pdf/D16237c.pdf>
- U.Filotto, E. B. (Ottobre 2008). Concorrenza, stabilità trasparenza e riassetto del settore bancario: principi normativi e ruolo delle Autorità. *Bancaria*(n.10).

## Indice figure

Figura 1 tratta dall' Indagine realizzata dalla Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio Patti Chiari,2010 .....	17
Figura 2 tratta da Sara Zanin, “ Le scelte finanziarie tra finanza comportamentale ed alfabetizzazione finanziaria”,2013 .....	25
Figura 3 tratta da OECD(2017),G20/OECD INFE sull'educazione finanziaria tra gli adulti nei paesi del G20.La media riportata non include i dati relativi all'Olanda e Norvegia che partecipano come paesi ospiti all' durante la presidenza tedesca del G20.....	27
Figura 4 tratta dall' E-BOOK pubblicato dal Sole 24ore il 18 ottobre 2017 intitolato “Le nuove tutele per chi investe” .....	40
Figura 4 rappresentante Il ciclo di vita del prodotto e obblighi organizzativi introdotti a seguito della MiFID II.....	41



