



Dipartimento di Economia e Finanza

Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari (Corso Progredito)

INVESTOR EDUCATION

**Orientamenti Dottrinali e *Case Study* per l'Elaborazione di
una Strategia Nazionale**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Michela Bernardini, 654881

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

Anno Accademico 2015-2016

Investor Education: Orientamenti Dottrinali e Case Study per l'Elaborazione di una Strategia Nazionale

Indice

Ringraziamenti

Introduzione pag. 5

CAPITOLO PRIMO – Evoluzione Giuridica 9

1.1 Nasce l'*Investor Education* 9

1.1.1 La Definizione dell'OCSE 9

1.1.2 La Definizione IOSCO. I *Network* per l'Educazione Finanziaria 10

1.2 La Regolazione Comunitaria e Nazionale 13

1.2.1 L'Oggetto degli Investimenti 14

1.2.2 Rassegna degli Orientamenti Giuridici 18

1.2.3 Le Regole di Condotta 25

1.2.4 Le Direttive MiFID I-II 26

1.3 Gli Interventi nel Settore. La Vigilanza 35

1.3.1 La CONSOB 36

1.3.2 Sviluppi Dottrinali di *Investor Education* 38

CAPITOLO SECONDO – Finanza Comportamentale 41

2.1 Origine e Sviluppi della Finanza Comportamentale 41

2.2 La Finanza Comportamentale e i Modelli Comportamentistici nel Diritto 44

2.2.1 Psicologia della Decisione 46

2.2.2 Le Novità in Letteratura 47

2.3 Decisioni Finanziarie Consapevoli e Fattori Psicologici 49

2.3.1 Acquisizione e Elaborazione delle Informazioni: *Financial Literacy* 49

2.3.2 Orizzonte Temporale, Definizione del Rischio e *Performance* 53

2.4 Le Innovazioni delle Tecniche Cognitive. Conclusioni 57

CAPITOLO TERZO – *Investor Education* 59

3.1 Definire l'Educazione Finanziaria 59

3.1.1 Asimmetrie Informative 62

3.1.2	Il <i>Deficit</i> di Educazione Finanziaria	66
3.1.3	<i>Need of Protection</i> : Come si Trasmettono e Come si Percepiscono le Informazioni	67
3.2	Chi è l'investitore <i>Retail</i>	69
3.2.1	Risparmiatore – Investitore	70
3.3	L' <i>Investor Education</i>	71
3.3.1	Il Processo Decisionale	73
3.3.2	<i>Bias</i> Emotivi ed Errori Cognitivi	75
3.3.3	Aspetti Problematici dell'Educazione Finanziaria	89
3.4	Quali Informazioni Rilevare e Come. Il Ruolo della Trasparenza e del Rapporto di Fiducia	90
3.5	Cenni ai Programmi di Educazione Finanziaria: <i>Edutainment</i> , <i>Nudge</i> e <i>Empowerment</i>	100
3.6	Il Consulente e il Momento della Consulenza	103
3.7	Conclusioni	110
CAPITOLO QUARTO – Elaborare una Strategia Nazionale		113
4.1	Come Definire una Strategia Nazionale	114
4.1.1	Ipotesi Nazionale	118
4.1.1.1	L' <i>Audience Target</i> . La Fase di Implementazione	120
4.1.2	Cosa È Stato Fatto	120
4.1.2.1	Il Profilo dell'Investitore Italiano	123
4.1.3	Cosa Resta Da Fare	125
4.2	<i>Case Study</i> : Istituzioni e <i>Industry</i>	127
4.2.1	La CONSOB, la Banca d'Italia e la Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio	128
4.2.1.1	Opinioni a Confronto: CONSOB e Banca d'Italia	130
4.2.2	La Sitografia per L'Educazione Finanziaria	135
4.2.3	Conclusioni	136
4.3	<i>Investor Education</i> nel Resto del Mondo: Strategie Nazionali Efficaci	138
Appendice 1 – Le Domande dei Colloqui		141
Appendice 2 – Programmi di <i>Investor Education</i> in Europa		143
Conclusioni		147
Bibliografia		149
Sitografia		183

Ringraziamenti

Grazie Prof.ssa Pellegrini per aver creduto che la realizzazione di questo elaborato fosse possibile e per avermi guidata nella sua stesura.

Grazie Prof.ssa Lucantoni per aver mostrato interesse ed entusiasmo per i contenuti del lavoro.

Grazie, Dott.ssa Linciano e Dott.ssa Soccorso perché la cura e l'impegno del vostro aiuto sono stati preziosi ed essenziali.

Grazie Prof. Curcio, Dott.ssa Bianco, Dott. D'Agostino e Dott.ssa Panna e Diego, Paolo e Sara di Taxi1729 per il vostro contributo interessante, avvincente e utile.

Grazie Mamma e Papà per essere stati sempre insieme a me, che fossi vicina o lontana. A voi va tutta la mia gratitudine e il mio affetto.

Grazie Amici, Colleghi e Soci per quanto ho imparato in vostra compagnia.

Grazie Amore Mio per l'appoggio sincero e disinteressato che mi hai regalato in ogni momento del mio percorso, accademico e non. A te che rendi ogni giorno più bello, va tutto il mio amore.

Vi ringrazio tutti. Vi ringrazio di tutto.

Introduzione

Il principale obiettivo del seguente elaborato è bipartito. Da un lato si è cercato di guardare all'importanza dell'educazione finanziaria nello scenario odierno. Si è inteso affinarne la definizione e calarla nelle problematiche che l'investitore si trova ad affrontare quando deve compiere una scelta di investimento. In secondo luogo si è voluto presentare quali possano essere le strade percorribili dal legislatore per l'elaborazione di una strategia nazionale, uniformemente condivisa, di *investor education*.

Il tema dell'educazione finanziaria ha affascinato gli studiosi di scienze sociali degli ultimi decenni per merito forse dello scarso *appeal* che essa esercita sulle masse di risparmiatori. Come viene ampiamente descritto nella trattazione, l'*investor education* può essere intesa come la nascita di competenze, di consapevolezza sulle opportunità e sui rischi del mondo finanziario e come il compimento di scelte informate, complete e corrette per i propri risparmi. Continuare ad ostentare ignoranza nelle materie economico-finanziaria è palesemente controproducente e provoca conseguenze dannose a livello sociale macroscopico.

In Italia, il sistema finanziario, globalizzato e comprensivo delle modifiche funzionali e tecniche che gli sono state apportate, sembra essere ad oggi adeguato e solido¹. Nonostante ciò, esso risulta essere ancora piuttosto lacunoso e farraginoso in merito ai progetti di educazione finanziaria. Manca nel nostro sistema Paese un progetto concreto e questo probabilmente perché a monte manca una visione globale dell'importanza dello strumento educativo nel settore in esame. Ogni giorno i prodotti finanziari cambiano e diventano sempre più complessi, ma non viene fatto altrettanto con le conoscenze dei consumatori finali di questi prodotti, specialmente se *retail*. Gli individui, travolti da tante metamorfosi innovative e distruttive, come *crack* finanziari e crisi globali, preferiscono astenersi, allontanandosi sempre di più dall'interesse in questa materia, affidando i propri risparmi a investitori specializzati o istituti bancari. Per tale motivo, in molti paesi è maturata la consapevolezza e la volontà di un nuovo percorso legislativo e non incentrato sull'educazione finanziaria. L'Italia è candidata ad aggiungersi al novero di quei paesi.

Il presente elaborato si compone essenzialmente in quattro capitoli. Al **primo capitolo**, si cerca di fornire una definizione esauriente e aggiornata di educazione finanziaria, a partire dalla definizione dell'OCSE e dai lavori della IOSCO. In seconda analisi, si passa in rassegna tutta la dottrina giuridica comunitaria e nazionale, tramite un *excursus* storico dalla seconda metà del novecento ad oggi, con la MiFID II. Si prendono in considerazione in questa sede le regole di condotta degli intermediari imposte dalla disciplina a tutela dei consumatori, nonché il ruolo della Autorità di vigilanza nel settore. Nel **capitolo secondo**, si compie un'analisi della letteratura sulla finanza comportamentale, sulle sue origini e sviluppi. Il fine è identificare i risultati degli studi di cui l'educazione finanziaria si avvale per identificare i momenti e gli elementi critici del rapporto contrattuale tra l'agente intermediario e l'agente investitore. La *behavioral finance* è stata in parte inserita dai regolatori nell'adozione delle regole giuridiche in virtù del ruolo che ricopre nella psicologia decisionale degli

¹ Cfr. Ciocca P., *Il Modello Italiano di Intermediazione Finanziaria*, organizzato da Fondazione Cesfin Alberto Predieri e da Federazione Banche Assicurazioni e Finanza, 2014.

individui e nella loro *financial literacy* su termini come *holding period*, rischio e *performance*. Nel corso del **terzo capitolo**, si prende in considerazione il *focus* vero e proprio della tesi: l'educazione finanziaria. Dopo aver preso atto di alcune lacune dell'investitore medio a livello globale, viene fornito uno schema fondamentale di rappresentazione del rapporto virtuoso che si auspica dovrebbe esserci tra investitore e controparte contrattuali, cui fa da *frame* una consapevolezza generale di termini e conseguenze delle decisioni prese. Il *deficit* di educazione finanziaria che però si riscontra fa sì che non sia sufficiente la trasmissione di informazioni, sull'onda della *need of protection* assicurata ai risparmiatori. Ciò di cui c'è veramente bisogno è una sinergia tra la regolazione e le iniziative di educazione finanziaria. Inoltre è necessario prendere piena consapevolezza dei limiti comportamentali e cognitivi degli individui durante il processo decisionale. I *bias*, che vengono dettagliati secondo l'ordine di accadimento, sono una buona sintesi degli ostacoli per decisioni ottimizzanti. Segue un'*overview* degli aspetti problematici dell'*investor education* e dei casi di inapplicabilità e parallelamente della disciplina sulla trasparenza. Dopo un breve cenno ai programmi di educazione finanziaria sui cui si sta lavorando si più, quali *edutainment*, *nudge ed empowerment*, il capitolo si conclude con un esame del ruolo del consulente finanziario, come figura atta a controllare i rischi, conoscere i prodotti del mercato (a cosa servono, perché e come si acquistano), prendere in considerazione tipi di rischio diversi (*market risk*, rischio di tasso di interesse, d'inflazione, di recessione, valutario, politico), allineare la comprensione alla conoscenza e calcolare i costi e i rendimenti; invero che aiuti l'investitore nelle proprie scelte. Nell'ultimo capitolo, il **capitolo quattro**, si prendono in considerazione i passi da compiere per elaborare una strategia nazionale per rendere finanziariamente consapevoli ed edotti i cittadini, data l'importanza di una partecipazione coscienziosa ai mercati finanziari. Da dove partire, tra quali soggetti creare un network, i finanziamenti, le difficoltà sul territorio nazionale, la fase di implementazione: sono tutti argomenti qui trattati col fine di valorizzare quanto è stato fatto negli anni precedenti in Italia e sottolineare quanto ancora resta da fare. Il valore aggiunto di questo capitolo e di tutta la tesi sta nel confronto tra le realtà organizzative di CONSOB, Banca d'Italia e Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio circa le mosse da prendere a favore dell'*investor education*. Tramite delle interviste si sono messi a confronto diversi punti di vista e diverse soluzioni, oggi sul tavolo dei regolatori. In conclusione si è deciso di evidenziare quali tra le realtà nel panorama internazionale hanno meglio portato a termine il mandato educativo.

I principali strumenti e fonti utilizzati sono state soprattutto quattro tipi di fonti informative sul tema dell'educazione finanziaria e delle esperienze progettuali esistenti:

1. I portali internazionali (vedasi Sitografia) su *investor education* e *financial literacy*;
2. I lavori di rassegna più significativi, in particolare quelli su scala internazionale. Questa ricerca si è fondata soprattutto *online*, tramite motore di ricerca Google;
3. La letteratura scientifica con evidenza empirica sulla valutazione dell'efficacia delle attività formative;
4. Una rilevazione qualitativa diretta, realizzata mediante una serie di interviste semi-strutturate ai referenti dei principali e più interessanti progetti italiani sul tema.

Infine, in corso di scrittura, l'approccio che si è inteso usare è stato di breve periodo. Si è preferito indugiare maggiormente sulle attività in corso e sulle previsioni sul prossimo futuro.

CAPITOLO PRIMO – Evoluzione Giuridica

1.1 Nasce l'*Investor Education*

L'educazione finanziaria può essere definita semplicemente come un insieme di competenze che dovrebbero essere trasmesse da un "docente" e acquisite e interiorizzate da un discente, quale l'investitore. Non si tratterebbe quindi di una mera disciplina, ma di una competenza di cittadinanza². La validità di questo pensiero è implicita anche nello stretto legame tra investitore e risparmiatore. Le unità fondamentali dell'economia classica (*i.e.* le famiglie) sono le uniche a poter risparmiare, favorendo la creazione di un circuito virtuoso per l'allocazione delle risorse. Infatti: "Il risparmio è innanzitutto un valore etico, presuppone previdenza per il futuro, coscienza dei limiti umani, delle necessità e delle opportunità imprevedibili dell'essere umano e della famiglia, anche con la prospettiva della continuità generazionale. Il risparmio è, quindi, una virtù civile che può essere innata, o che può essere crescentemente appresa. Ma il risparmio non è solo un principio alto di comportamento, è inscindibilmente anche una consapevolezza culturale che deve essere sviluppata. Pertanto l'educazione finanziaria al risparmio non può essere data mai per scontata, è frutto di riflessione, di apprendimento, di razionalità, di attenzioni, di sensibilità"³.

L'educazione finanziaria nasce quindi con l'intenzione di sistematizzare le acquisizioni conoscitive della finanza comportamentale e applicarle alle occasioni di investimento degli individui.

1.1.1 La Definizione dell'OCSE

L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economici (OCSE, ingl. OECD, *Organization for Economic Cooperation and Development*) forniva circa un decennio fa la seguente definizione di educazione finanziaria: "*Financial education is the process by which financial consumers/investors improve their understanding of financial products and concepts and through information, instruction and/or objective advice develop the skills and confidence to become more aware of financial risks and opportunities, to make informed choices, to know where to go for help, and to take other effective actions to improve their financial wellbeing*"⁴. Ne deriva a cascata che l'*investor education* può essere intesa come la nascita di competenze, di consapevolezze sulle opportunità e sui rischi del mondo finanziario, e come il compimento di scelte informate, complete e corrette. A ben vedere tuttavia, la letteratura ha sollevato delle critiche in merito alla definizione soprariportata. Principalmente⁵:

² Sull'emittente radiofonica del Sole24ore, si trova una bella intervista dall'edizione 2013 del Salone del Risparmio; in essa un dirigente scolastico di una scuola secondaria della Lombardia intende l'educazione finanziaria al pari dell'educazione civile, cioè come qualcosa di indispensabile e parte della quotidianità (<http://www.radio24.ilsole24ore.com/programma/salvadanaio/educazione-finanziaria-aiuta-capirne-102514-gSLA5f85N>).

³ Cfr. Ghisolfi B., *Manuale di Educazione Finanziaria*, con Prefazione di Antonio Patuelli, Aragno (Torino), 2014.

⁴ Cfr. OECD, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, 2005, pag. 26, cit. in p. 13 di Argentin G., *L'educazione finanziaria per i giovani. Esperienze, evidenza empirica e proposte per future iniziative nel settore*, in Quaderni dell'Osservatorio, n. 5, Fondazione Cariplo, 2010.

⁵ Argentin, G., *L'Educazione Finanziaria per i Giovani. Esperienze, Evidenza Empirica e Proposte per Future Iniziative nel Settore*, in Quaderni dell'Osservatorio, n. 5, Fondazione Cariplo, 2010.

1) Individuare l'insieme di informazioni corrette e obiettive da fornire ai cittadini non è banale.

Durante tutte le fasi dell'educazione finanziaria è necessario chiarire concetti di base sui soggetti che operano nel mondo finanziario (mercati, istituzioni, ...), su come funzionano il sistema bancario, creditizio e assicurativo, sulle principali caratteristiche dei prodotti ad essi legati, ecc. Più semplicemente, devono essere forniti indirizzi chiari e univoci sulla pianificazione e sull'attuazione di consumo e risparmio-investimento, accavallando formazione e informazione. Inoltre la definizione dell'OCSE può sembrare contraddittoria; tutto il set di informazioni elencate non prescindono dai paradigmi economico-finanziari prevalenti nella letteratura, rischiando di vanificare lo sforzo conoscitivo da parte dei soggetti⁶.

2) Definire i confini dell'educazione finanziaria non è immediato.

Vi è un ampio insieme di altre competenze di base e trasversali che sono parte integrante degli obiettivi formativi sottesi all'educazione finanziaria. Aspetti tecnici, al limite scolastici e professionali, e disposizioni psicologiche, connesse alle preferenze individuali, fanno sì che i confini dell'educazione finanziaria non siano tracciabili.

3) Accettare che l'idea per cui maggiori informazioni (*financial literacy*) si tradurrebbero in migliori comportamenti (*financial capability*) è azzardato⁷.

Questa è un'idea piuttosto recente e non ancora predominante presso il regolatore europeo. Si dovrebbe cercare di ridurre l'impegno nel creare nuovi approcci e nuovi contenuti, poiché l'insieme degli strumenti già forniti è abbastanza ampio ed esaustivo e lo potrebbe sfruttare al meglio.

1.1.2 La Definizione IOSCO. I Network per l'Educazione Finanziaria

Il bisogno di *investor education* e *financial literacy* non è mai stati più sentito. Dal momento che i mercati finanziari continuano a evolversi, questi hanno iniziato a offrire prodotti innovativi, complessi e diversificati e non è più ammissibile un'arretratezza nella capacità di comprendere almeno i concetti chiave di finanza ed economia. L'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*⁸ sta reagendo a questi cambiamenti. Nel 2013, infatti, ha dato vita al C8 – Committee 8, una commissione per il tema dell'educazione finanziaria degli investitori *retail*, col fine di coordinare i lavori per la (in)formazione finanziaria degli investitori prevalentemente al dettaglio, attraverso un *framework* di lavoro, e regolare, con strumenti di *soft law*, le politiche di protezione, vigilando su di esse. La maggior parte dei membri della IOSCO hanno provveduto negli anni a dotarsi dei programmi nazionali di educazione finanziaria, anche su impulso dell'organizzazione stessa. Tra questi non si può però ancora annoverare la giurisdizione italiana, che non possiede una strategia definitiva in merito; è da considerare, tuttavia, la *mission* primaria che ciascuno stato

⁶ Cfr. Landvøgt K., *Critical Financial Capability: Developing an Alternative Model*, Victoria: Good Shepherd Youth & Family Service, 2006.

⁷ Tra gli altri, Johnson e Sherraden (2006), effettuano un'analisi sull'educazione dei giovani distinguendo tra conoscenze e capacità operative (Johnson E. e Sherraden M. S., *From Financial Literacy to Financial Capability Among Youth*, Working Paper 06-11, Journal of Sociology and Social Welfare, 2006).

⁸ L'organizzazione internazionale delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari è considerato uno *standard setter* globale per il settore della vigilanza.

sovrano dichiara verso la IOSCO, se un ruolo determinante ed esemplare per la programmazione dell'*investor education* oppure un contributo marginale di ampio respiro, senza assumere la *leadership* in aree specifiche di educazione degli investitori e lavorare semplicemente in collaborazione con altre organizzazioni. Nella Tabella 1.1 è possibile vedere i membri della Commissione.

Tabella 1.1 – Membri C8 e Commissioni nazionali associate

Membri C8	Commissioni Nazionali
Ontario (Chair)	Ontario Securities Commission (OSC)
Brasile (Vice-Chair)	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
Argentina	Comisión Nacional de Valores (CNV)
Australia	Australian Securities and Investments Commission (ASIC)
Belgio	Financial Services and Markets Authority (FSMA)
Repubblica Popolare Cinese	China Securities Regulatory Commission (CSRC)
Cina - Taipei	Financial Supervisory Commission (FSC)
Francia	Autorité des marchés financiers (AMF)
Germania	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Hong Kong	Securities and Futures Commission (SFC)
India	Securities and Exchange Board of India (SEBI)
Italia	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)
Giappone	Financial Services Agency (JFSA)
	Japan Securities Dealers Association (JSDA) (Observer)
Jersey	Jersey Financial Services Commission (Jersey FSC)
Lussemburgo, Granducato del	Commission de surveillance du secteur financier (CSSF)
Malesia	Securities Commission (SC)
Messico	Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)
Olanda	The Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM)
Nigeria	Securities and Exchange Commission (SEC Nigeria)
Portogallo	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)
Quebec	Autorité des marchés financiers (AMF Quebec)
Singapore	Monetary Authority of Singapore (MAS)
Sud Africa	Financial Services Board (FSB)
Spagna	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)
Svezia	Finansinspektionen
Thailandia	Securities and Exchange Commission (SEC Thailand)

Turchia	Capital Markets Board (CMB)
Regno Unito	Financial Conduct Authority (FCA)
U.S.A.	Securities and Exchange Commission (SEC)
	Commodity Futures Trading Commission (CFTC)
	Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)
IOSCO	IOSCO Education and Training Team

Fonte: elaborazione personale dal sito <https://www.iosco.org>.

La IOSCO, tramite la Commissione identifica alla base di tutto alcuni mandati, come la trasparenza informativa, la libertà di scelta, la sostenibilità, il livello di sicurezza di servizi e prodotti finanziari, l'accessibilità, importanti per lo sviluppo di programmi nazionali *ad hoc*, volti a “coltivare” la fiducia nei mercati vigilati. Alla luce di ciò, l'*investor education* può intendersi come una strategia che aumenti la tutela dell'investitore e la fiducia di questi a investire e programmare le sue scelte economiche di risparmio. È uno strumento complementare alla regolazione, alla vigilanza *tout court* e all'*enforcement*⁹. In particolare, la IOSCO distingue opportunamente tra “*investor education*”, “*investor literacy*” e “*financial literacy*”¹⁰. “*Investor education*” è considerata generalmente una sottocategoria di “*financial literacy*”, che invece è qui intesa come un concetto molto ampio legato a tutti gli aspetti della situazione finanziaria della persona; può includere il concetto di *financial capability* (consapevolezza, conoscenze, abilità, atteggiamenti e comportamenti del soggetto). L'educazione finanziaria si concentra più sulle informazione a disposizione e sul grado di educazione in materia economica strettamente intesa. Invece “*investor literacy*” è soprattutto “*understanding ordinary investors have of market principles, instruments, organizations and regulations*”¹¹.

Ad ogni modo questa organizzazione internazionale ricopre un ruolo di primaria importanza per i programmi di sviluppo flessibili¹². Fa ciò fornendo informazioni e strumenti che aiutino l'investitore, facendo da ponte e se del caso da barriera con gli intermediari, captando i rischi e le condotte non conformi sui mercati, data la sua esperienza e il punto di osservazione privilegiato *super partes*, ma estremamente calato nel dettaglio

⁹ Si legga a tal proposito IOSCO, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2013, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359.pdf>.

¹⁰ A tal proposito, non si può dire che esista un modo univoco o per definire i due concetti. Lusardi A. e Mitchell S. O. in *Financial Literacy: Theory and Evidence*, Netspar Discussion Paper, 2013, per esempio definiscono la *financial literacy* come “*peoples' ability to process economic information and make informed decisions about financial planning, wealth accumulation, pensions, and debt*”. In *Canadians and their Money: Building a brighter financial future: Report of Recommendations on Financial Literacy* (Report, December 2010), diventa l'essere edotti, capaci e fiduciosi nel compiere decisioni finanziarie responsabili.

¹¹ Cfr. e.g., IOSCO, Technical Committee, *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators: Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions* (Report, March 2001), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD117.pdf>; IOSCO, Emerging Markets Committee, *Investor Education: Report from the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions* (Report, October 2002), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD140.pdf>; IOSCO, Education and Training Team, *Investor Education: An Analysis of IOSCO Member Websites and Web-Based Information* (Report, June 2012); IOSCO, *Report on Investor Education Initiatives Relating to Investment Services: IOSCO Report* (Report, February 2013), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD404.pdf>.

¹² Cfr. Erta K. *et al.*, *Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority*, Financial Conduct Authority Occasional Paper n. 1, 2013.

grazie alla C8. La IOSCO può aiutare a garantire che le iniziative siano integrate nelle strategie nazionali, che possono contribuire a una maggiore efficienza e ad una qualità più coerente di istruzione.

Parallelamente all'attività della IOSCO, molte altre istituzioni e *network* hanno riconosciuto l'importanza dell'educazione in materia economica dei cittadini; tra questi gli sforzi più significativi provengono da:

- l'International Forum for Investor Education (IFIE): nato nel 2005, è una relazione tra 28 soggetti, regolatori, associazioni dei settori e altri *stakeholders* da 15 paesi. Funge in primo luogo come sentinella delle tendenze e degli sviluppi in materia di istruzione finanziaria attraverso incontri, conferenze e corsi di formazione¹³; stabilisce e promuove le *best practices* per l'educazione degli investitori a livello globale.
- International Network on Financial Education (INFE): nata tramite l'OECD nel 2008, conta 240 istituzioni, incluse banche centrali, ministeri delle finanze, ministeri dell'istruzione, in più di cento paesi¹⁴. L'INFE conduce prevalentemente delle ricerche e sviluppa degli strumenti atti a sostenere il *policy makers* e le Autorità nazionali, che devono progettare e implementare l'*investor education*. Nel corso del G20 Russo del 2012¹⁵, ha pubblicato i più importanti criteri e principi cui le strategie nazionali si dovrebbero uniformare o almeno ispirare.
- International Financial Consumer Protection Network (FinCoNet): nato nel 2013, in risposta al bisogno di protezione da parte dei consumatori e di coordinamento per gli organismi di vigilanza, ha come obiettivo di promuovere una maggiore efficienza ed efficacia dei meccanismi di vigilanza, rafforzando le tutele dei consumatori di servizi finanziari e riducendo il rischio sistemico tramite la promozione della condivisione di *best practices*, eque e trasparenti.

C8 riconosce sicuramente il ruolo di questi organismi internazionali, anche se potrebbe sembrare una profusione di risorse dispersiva rispetto alle qualità del problema *core*. Anche la ricerca accademica e non aiuta nella formulazione di teorie e pratiche per ovviare alle mancanze sperimentali delle organizzazioni come IOSCO e OECD. La ricerca infatti non solo fornisce il *targeting* per la progettazione, ma è anche importante nella valutazione dei programmi *ex-ante* e *-post*, nel quantificare la loro fattibilità, fornendo il sostrato dei *bias* cui l'individuo è soggetto nel compiere scelte, e la loro efficacia. Tutti gli studi sulla finanza comportamentale sono punto di riferimento per la C8, tanto che, dal 2013, la commissione ha deciso di incorporare l'economia comportamentale nel lavoro normativo come nuovo approccio dominante¹⁶.

1.2 La Regolazione Comunitaria e Nazionale

¹³ Dal 2007, IFIE e IOSCO hanno organizzato sei conferenze congiunte in diverse parti del mondo, l'ultima delle quali nel 2014 a Washington D.C., U.S. Cfr. per ulteriori informazioni <http://ifie.org/index.php/ifieiosco-conferences>.

¹⁴ Cfr. OECD International Gateway for Financial Education (<http://www.financial-education.org/about.htm>). L'OECD/INFE si incontra semestralmente per condividere le esperienze dei paesi membri in merito ai programmi di educazione finanziaria, per discutere le prossime strategie e per analizzare le *policy* proposte.

¹⁵ OECD, *OECD/INFE High Level Principles on National Strategies for Financial Education* (2012).

¹⁶ Cfr. IOSCO, Media Release, IOSCO/MR/24/2013, *IOSCO Board focuses on behavioural economics and social media*, 2013, online: <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS286.pdf>.

L'apparato più sostanzioso inerente alle tematiche di *investor education* e più in generale di investitori e strumenti finanziari di cui possono disporre è in seno al regolatore comunitario che tramite direttive, regolamenti e opinioni fornisce gli orientamenti in essere.

1.2.1 L'Oggetto degli Investimenti

Nel considerare i servizi, le attività di investimento e gli strumenti finanziari esistenti e distinti tra loro, innanzitutto per servizio di investimento si intende un insieme di attività esercitate da diversi soggetti (imprese di investimento, banche, società fiduciarie, agenti di cambio e da altri soggetti; vedi *infra*), aventi ad oggetto degli strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni, titoli di Stato ecc. Il Testo Unico della Finanza (d'ora in avanti t.u.f.¹⁷) in principio non definiva esattamente "servizi e attività di investimento", si limitava ad un elenco di fattispecie rilevanti "quando hanno per oggetto strumenti finanziari". La MiFID¹⁸, recepita nei commi 5-*bis* e seguenti dell'art. 1 t.u.f., ha contribuito ad arricchire e ridefinire i servizi e le attività di investimento. In particolare, le attività di investimento si sostanziano come dal testo della MiFID art. 1, comma 5, in diverse funzioni. Di seguito se ne riporta l'elenco e una breve spiegazione.

a) Negoziazione per proprio conto¹⁹. Si intende "attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in "contropartita diretta"²⁰ e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*"²¹. Con questo servizio si può acquistare e vendere strumenti finanziari, effettuando operazioni sul c.d. mercato secondario. Per gli strumenti derivati, l'attività consiste nella conclusione delle relative operazioni e nella stipulazione dei contratti con gli investitori. La negoziazione ha ad oggetto la conclusione di operazioni "in relazione ad ordini dei clienti", quindi non si applica alle attività di negoziazione poste in essere solo per soddisfare esigenze proprie del soggetto negoziatore.

i. Internalizzazione sistematica²². Può essere considerata come una sottocategoria della prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio. Nella MiFID, l'attività prevede il

¹⁷ Cfr. d. lgs 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F.

¹⁸ La direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE (conosciuta anche come direttiva MiFID, acronimo di Markets in Financial Instruments Directive) è un atto normativo emanato dal Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004. Nasce per la costruzione di un mercato finanziario integrato efficace e competitivo all'interno dell'Unione europea (UE) e si integra nel "piano di azione per i servizi finanziari" (FSAP). A tale direttiva ne è seguita un'altra, la 2006/73/CE, attuativa della stessa. Entrambe sono state recepite dall'Italia nel 2007 (con d.lgs. 164/2007). I principali cardini sono che consente alle imprese di godere di un 'passaporto unico' e agli investitori di godere delle stesse tutele ovunque in Europa, infatti l'armonizzazione delle regole consente di arginare la concorrenza al ribasso tra sistemi normativi. Punti di riferimento importanti per leggere chiaramente questa direttiva sono Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010; De Poli M., *La Nuova Normativa MiFID*, CEDAM (Padova), 2009; Capriglione F., *Manuale di Diritto Bancario e Finanziari*, CEDAM (Padova), 2015.

¹⁹ Cfr. fra tutti Enriques L., *L'Intermediario in Conflitto di Interessi nella Nuova Disciplina Comunitaria dei Servizi di Investimento*, in *Giur. comm.*, I, p. 844, Bessone M., *I mercati Mobiliari*, Giuffrè Milano, 2002; Capriglione F., *Intermediari Finanziari, Investitori, Mercati. Il Recepimento della MiFID. Profili Sistemati*, CEDAM (Padova), 2008.

²⁰ Invero impegna il patrimonio dell'intermediario, su cui si riflettono anche i risultati dell'operazione stessa.

²¹ È compresa nella prima categoria dal momento che ha un impatto significativo sul funzionamento e sulla liquidità dei mercati di strumenti finanziari.

²² Il riferimento è alla figura dell'internalizzatore sistematico (co. 5-*ter* MiFID). È il "soggetto che in modo organizzato frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione".

servizio in concorrenza degli ordini aventi ad oggetto strumenti finanziari e la loro esecuzione sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione.

ii. *Dealing*. Movimentazione del proprio portafoglio titoli che chiunque può effettuare, anche tramite *broker*.

- b) L'esecuzione di ordini per conto dei clienti. Dal sistema previgente la MiFID, è definita come “la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti”, o più in particolare come la ricerca di controparti per una specifica operazione di compravendita, esecuzione di un'operazione di vendita/acquisto di uno o più strumenti finanziari, non solo sui mercati regolamentati. Gli effetti dell'operazione non ricadono sul patrimonio dell'intermediario, che non impregna posizioni proprie.
- c) I servizi di collocamento²³. La lett. c) del comma 5 fa riferimento al servizio di “sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente”, e la lett. *c-bis*) al servizio di “collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente”. In ambo i casi, vi è l'offerta a terzi di strumenti finanziari, in base ad un accordo preventivo tra l'intermediario collocatore degli strumenti e il soggetto che emette (o vende) gli stessi. La differenza risiede nel fatto che, in base agli accordi tra il collocatore e il soggetto che emette o vende gli strumenti finanziari, nella lett. c) l'intermediario sopporta in diversi gradi il rischio che l'operazione non vada a buon fine, invece nella lett. *c-bis*), non sopporta tale rischio. A differenza dell'esecuzione di ordini, prevede necessariamente non solo la vendita (attività svolta dal mercato primario) ma anche la sottoscrizione di strumenti finanziari. Inoltre il collocamento, che si realizza sempre a condizioni standardizzate, può avvenire nell'ambito di operazioni di massa o per *tranche*, ciascuna delle quali riservata a talune categorie di investitori. Il collocamento presuppone la presenza di un soggetto (soggetto emittente o soggetto titolare degli strumenti finanziari) per conto del quale l'intermediario agisce. Non effettuano servizio di collocamento né coloro che promuovono, offrono ecc., gli strumenti finanziari emessi da loro stessi o di cui sono titolari né le attività legate alla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari.
- d) La gestione di portafogli (prima gestione di portafogli di investimento per conto di terzi). Si intende, dall'art. 1, comma 5-*quinquies*, del t.u.f., la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dal cliente²⁴. L'attività è basata su un rapporto personale tra l'investitore, che affida al gestore il suo patrimonio o il patrimonio depositato presso un soggetto terzo, e l'intermediario, per compiere l'attività gestoria. Rispetto ad altri servizi, l'attribuzione di un margine di discrezionalità in capo all'intermediario è un carattere distintivo. Nel portafoglio di investimento ci deve essere una quota

²³ Per approfondire per esempio Lener R., *Strumenti Finanziari e Servizi di Investimento. Profili Generali*, Banca borsa tit. cred., 1997 e poi Roppo V., *Sui Contratti del Mercato Finanziario, Prima e Dopo la MiFID*, in Riv. Dir. Priv., 2008.

²⁴ Per cliente si intende “qualunque persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento i accessori”, come specificato all'art. 26, co. 1, lett. c), Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007.

maggioritaria di strumenti finanziari e denaro (e.g. valute), ma anche altri tipi di beni e di attività. Differentemente, la gestione collettiva vede la presenza di tre soggetti (l'investitore, il gestore e la banca depositaria) e il gestore opera non nell'interesse di un singolo investitore, ma di una massa indifferenziata di investitori (chi partecipa al fondo).

- e) Ricezione (raccolta) e trasmissione di ordini. La ricezione e trasmissione di ordini (lett. e) definita dal comma 5-*sexies*) è il servizio che comprende “la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l’attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un’operazione tra di loro (mediazione)”. Si articola come segue: l’investitore trasmette l’ordine all’intermediario, che non essendo autorizzato ad operare direttamente su quel mercato, lo trasmette a sua volta a un soggetto negoziatore, per essere poi eseguito sul mercato. Il servizio comprende anche la mediazione, anche se il t.u.f riprende in sostanza l’art. 1754 c.c.
- f) La consulenza in materia di investimenti²⁵. L’attività di consulenza in materia di investimenti si sostanzia nella prestazione di raccomandazioni “personalizzate” ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, per una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario; è poi riservata a soggetti muniti di specifica autorizzazione. Dalla legge n. 1/1991 alla MiFID, il servizio è passato dall’essere attività riservata a servizio accessorio (con la direttiva 93/22CE). Oggi, dal t.u.f. la consulenza in materia di investimenti è “la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione” (comma 5-*septies*). La consulenza inoltre consiste in consigli specifici, riferiti ad un particolare strumento finanziario²⁶. Complementare alla consulenza in materia di investimenti è la consulenza c.d. generica, accessoria, che fornisce raccomandazioni generali.
- g) La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. Questo servizio consente l’incontro, all’interno del sistema multilaterale e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti (comma 5-*octies*). Nell’impostazione della MiFID, i sistemi multilaterali si affiancano ai mercati regolamentati e agli internalizzatori sistematici come possibili *trading venues* per l’esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari. La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione configura un’attività di investimento, in quanto il rapporto che intercorre tra il gestore del sistema e i partecipanti allo stesso non è tecnicamente configurabile come prestazione di servizio. Ne derivano importanti differenze

²⁵ Per ulteriori approfondimenti cfr. CONSOB, Schede di Approfondimento. Servizi e Attività Di Investimento, 2007, http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_intermediari_20070720_schede.pdf.

²⁶ Cfr. Urbani A., *I Servizi, le Attività di Investimento e gli Strumenti Finanziari*, in *L’Ordinamento Finanziario Italiano*, in *L’Ordinamento Finanziario Italiano*, a cura di Capriglione F., CEDAM (Padova), 2010.

rispetto alle regole applicabili alla prestazione degli altri servizi di investimento, con particolare riguardo alle regole di comportamento.

h) Servizi accessori. Si tratta di servizi offerti in connessione (e non in via strumentale o ausiliaria) alla prestazione dei servizi d'investimento; non sono soggetti a riserva di attività a favore degli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, tuttavia vige una disciplina diversa in funzione delle categorie di soggetti abilitati²⁷. Per servizi accessori si intendono (art. 1, co. 6, t.u.f.):

- Custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi;
- Locazione di cassette di sicurezza;
- Concessione di finanziamenti agli investitori per effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto finanziatore;
- Consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;
- Servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;
- Ricerca in materia di investimenti, analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari;
- Intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento;
- Attività e servizi individuati con regolamento del Ministro dell'economia, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, e connessi alla prestazione di servizi di investimento e accessori aventi ad oggetti strumenti derivati.

Alla luce di quanto detto, si comprende come negli ultimi anni la gamma dei servizi offerti alla clientela si è ampliata moltissimo. Questo è prevalentemente frutto di una tendenza che mira a far crescere e fidelizzare la clientela, (il fenomeno del c.d. *full service* finanziario, un'offerta globale e integrata di prodotti e servizi finanziari²⁸), anche con la personalizzazione, *de facto* e normativa, dei prodotti tradizionali e nuovi offerti al cliente. Come si avrà modo di vedere nel seguito della discussione, i principali *target* di clientela sono: clientela *private*; clientela *retail* (come famiglie, professionisti, artigiani e piccoli commercianti); clientela *corporate* (imprese, soprattutto medie e grandi). Come già detto, i servizi di investimento per essere qualificati tali devono avere ad oggetto strumenti finanziari. Anche gli 'strumenti finanziari' sono definiti non in modo unitario ma con la tecnica dell'elenco di fattispecie rilevanti nell'art. 1, comma 2 t.u.f.: i 'valori mobiliari', ivi comprese le azioni e gli altri titoli rappresentativi del capitale di rischio, le obbligazioni, i titoli di Stato ed altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; gli strumenti del mercato monetario; le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio; i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati (c.d. "*future*"), "*swap*", e altri contratti derivati. Uno strumento finanziario inoltre è tale se è

²⁷ Per esempio, le SIM e le banche sono autorizzate a prestare tutti i servizi accessori senza eccezioni. Le SGR, le società finanziarie e i residuali agenti di cambio possono svolgere soltanto alcuni servizi accessori.

²⁸ Cfr. Urbani A., *I Servizi, le Attività di Investimento e gli Strumenti Finanziari*, in *L'ordinamento Finanziario Italiano*, in *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, a cura di Capriglione F., CEDAM (Padova), 2010.

negoziabile (vedasi l'art. 1, coommi 1-*bis* e 1-*ter*), invero sussiste la possibilità per lo strumento di venire trattato su un mercato regolamentato essendo invece sufficiente la sua trasferibilità e dunque la sua idoneità ad essere oggetto di transazione²⁹. Con la direttiva 2004/39 si cerca di superare le incertezze applicative che comportava la pluralità di definizioni preesistenti di 'valore mobiliare' contenute in diversi provvedimenti, ciascuna dettata ai fini dell'applicazione di uno specifico plesso normativo (ad es. l. 289/1986 sulla Monte Titoli Spa, nella l. 1/1991 sulle SIM, nella l. 149/1992 sulle OPA, ecc.)³⁰. I 'valori mobiliari' costituiscono un sottoinsieme della più ampia famiglia degli 'strumenti finanziari'³¹. Un insieme più grande comprensivo di tutto³² è costituito dai prodotti finanziari, definiti come "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria": se ne desume che come tra 'strumento finanziario' e 'valore mobiliare' anche tra 'prodotto finanziario' e 'strumento finanziario' c'è un rapporto di genere a specie³³. Il prodotto finanziario, dalla disciplina del t.u.f., ha la forma di un investimento (requisito n. 1) di natura finanziaria (requisito n. 2).

Quando invece il contratto di promozione o collocamento di prodotti finanziari è perfezionato al di fuori dei locali dove l'emittente/il proponente/l'intermediario svolgono la propria attività, o meglio "in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze³⁴", il t.u.f. e la normativa secondaria introducono apposite disposizioni (vedasi art. 30 t.u.f.)³⁵. Si parla di offerta fuori sede, per la quale gli intermediari si avvalgono di un promotore finanziario, quando (lett. a) ha ad oggetto strumenti finanziari e vede in posizione di offerente l'emittente, il proponente l'investimento o il soggetto incaricato della promozione o del collocamento o quando (lett. b) concerne servizi e attività da parte "di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività"³⁶. Si distingue dalle iniziative pubblicitarie, dalla "raccomandazione generale riguardante operazioni relative a strumenti finanziari e dalla promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento"³⁷.

1.2.2 Rassegna degli Orientamenti Giuridici

Dalla seconda metà degli anni ottanta l'intermediazione finanziaria è stata protagonista di una grande trasformazione motivata dalla crescente diffusione di nuove forme di intermediazione diverse da quella

²⁹ Cit. Annunziata F., *La Disciplina del Mercato Mobiliare*, Giappicchelli (Torino), 2014.

³⁰ Cfr. Carbonetti F., *Che Cos'è un "Valore Mobiliare"?*, in *Giur. Comm. I*, 1989; Righini E., *I Valori Mobiliari*, Giuffrè Milano, 1993.

³¹ Cfr. Salamone L., *Unità e Molteplicità*, 1995, Giuffrè Milano e Righini E., *I Valori Mobiliari*, Giuffrè Milano, 1993.

³² Onza M. e Salamone L., in *Prodotti, Strumenti Finanziari, Valori Mobiliari ...*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, p. 567., 2009, ritengono invece non si possa parlare di un quadro definitorio a 'cerchi concentrici' con in ordine decrescente prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari.

³³ Cfr. Fortunato S., *La CONSOB e il Mercato Mobiliare*, in *Aa. Vv., Diritto Commerciale*, Bologna, 2007; Urbani A., *Introduzione al libro IV, Titolo V, Aa. Vv., Commentario breve al Codice Civile*, a cura di Cian G., Padova, 2009.

³⁴ Il Regolamento CONSOB in materia di Intermediari (n. 16190 del 29 ottobre 2007) precisa che per 'sede' o 'dipendenza' si intende una sede, diversa da quella legale, "costituita da una stabile organizzazione di mezzi e di persone, aperta al pubblico, dotata di autonomia tecnica e decisionale, che presta in via continuativa servizi o attività di investimento".

³⁵ Cfr. Urbani A., *I Servizi, le Attività di Investimento e gli Strumenti Finanziari*, in *L'ordinamento Finanziario Italiano*, in *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, a cura di Capriglione F., CEDAM (Padova), 2010.

³⁶ Cit. Urbani A., *op. cit. nota supra*.

³⁷ In ordine, la pubblicità è destinata ad un pubblico indistinto e non è finalizzata alla conclusione di un contratto in via immediata, la "raccomandazione generale riguardante operazioni relative a strumenti finanziari costituisce servizio accessorio, e promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento sono regolata dall'art. 32 t.u.f.

bancaria, da domanda e offerta di prodotti innovativi, dallo sviluppo della concorrenza e dalla progressiva interazione tra i sistemi finanziari dei principali paesi. Parallelamente si è evoluta anche la legislazione di settore ed in particolare la disciplina dei controlli pubblici sugli intermediari finanziari. In origine infatti era la banca ad avere assoluta centralità e dunque il sistema di vigilanza era previsto solo per tali intermediari con lo scopo di tutelare l'attività bancaria in un'ottica di stabilità del sistema e di salvaguardia del pubblico risparmio. In conseguenza, gli "enti finanziari" non bancari avevano un ruolo marginale e non erano regolati dalla legislazione³⁸. La prima rivoluzione in merito si ha nel 1974 con la legge che istituisce la CONSOB³⁹; con la l. 23 marzo 1983, n. 77 si introduce una disciplina dei controlli sulle attività di raccolta del risparmio non bancario (*i.e.* sollecitazione del pubblico risparmio) nonché la regolamentazione dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti.

Successivamente, l'affermazione del processo di europeizzazione e del conseguente sviluppo della realtà di mercato dimostrerà che l'impulso alla concorrenza nei mercati che presta servizi finanziari diviene criterio fondante per una omogeneizzazione delle forme di regolamentazione. Questo pensiero porterà ad introdurre - nel Testo Unico della Finanza - la figura dell'intermediario polifunzionale, che offre tutti i servizi di gestione dei patrimoni, sia individuale che collettiva. Questa scelta è stata poi accompagnata da norme in rinforzo della tutela dei risparmiatori, per una maggiore attenzione ai profili di trasparenza e linearità comportamentale nella prestazione dei servizi di investimento.

Il decreto Eurosim⁴⁰ invece ha introdotto i principi dell'armonizzazione minimale, del mutuo riconoscimento e dell'*home country control* ponendo i presupposti per il rilascio di una "licenza" unica, valida a livello comunitario per la prestazione dei servizi di investimento. Il decreto Eurosim sarà trasfuso nel t.u.f, mantenendone i criteri fondamentali: "imprenditorialità della gestione, autoregolamentazione delle società-mercato, distinzione tra vigilanza nel mercato, rimessa di regola al gestore, e vigilanza sul mercato, prerogativa delle pubbliche autorità"⁴¹.

Con il t.u.f. d'altro canto nasce un nuovo tipo di intermediario, la SGR (società di gestione del risparmio), che può svolgere sia gestioni in monte, in concorrenza con le SICAV, sia individuali in concorrenza con le banche e le SIM. L'approccio polifunzionale e non specialistico ha introdotto elementi di forte competizione per le banche nella raccolta del risparmio. Le banche infatti sono gli intermediari polifunzionali per eccellenza essendo ad esse consentito lo svolgimento dell'attività bancaria, finanziaria nonché delle attività connesse o strumentali, eccettuata la sola gestione collettiva del risparmio. In generale, grazie al t.u.f. è stato possibile definire le funzioni e le competenze di ciascun intermediario.

³⁸ Questo ha determinato una situazione di grave arretratezza del sistema bancario italiano. Si confronti a tal proposito Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010.

³⁹ L. 7 giugno 1974, n. 216 in materia di "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari".

⁴⁰ Cfr. d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

⁴¹ Cfr. Motti C., *Il Mercato come Organizzazione*, in Banca impresa società, 1991.

Richiamando le nozione sui soggetti abilitati, la prestazione professionale⁴² nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservata dal t.u.f. a:

- Imprese di investimento (cioè le SIM, le imprese di investimento di diritto italiano, e le imprese di investimento estere comunitarie ed extracomunitarie) e alle banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie (artt. 18 e 19 t.u.f.)⁴³.

La SIM è un soggetto polifunzionale che si costituisce allo scopo esclusivo o principale di prestare servizi di investimento. Le SIM sono state introdotte con la l. 1/1991 in cui gli interessi dei risparmiatori non sono tutelati solo su basi di chiarezza e completezza dell'informazione fornita, ma anche dalla peculiare struttura organizzativa dell'intermediario. Le SIM si devono dotare di un'organizzazione interna che assicuri l'efficiente esercizio dei servizi di intermediazione mobiliare: devono svolgere una gestione indipendente, sana e prudente adottando le misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. Il controllo sull'organizzazione spetta sia alla Banca d'Italia (per la stabilità patrimoniale) sia alla CONSOB (per la trasparenza e correttezza). Il d.lgs. 415/1996 prima e il t.u.f. poi hanno recato innovazioni rilevanti alla disciplina delle SIM per corrispondere alle indicazioni comunitarie, per esempio in merito all'autorizzazione che avviene secondo modalità diverse a seconda che il soggetto sia una banca o un'impresa di investimento e a seconda che il soggetto sia italiano o estero.

Le SIM, oltre ai servizi e alle attività di investimento, ai sensi dell'art. 18, co. 4 t.u.f. possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico anche i servizi accessori, le attività connesse o strumentali e le altre attività finanziarie che non siano riservate dalla legge ad altri soggetti. Possono inoltre (ai sensi dell'art. 30, co. 4 t.u.f.) effettuare l'offerta fuori sede dei propri servizi e attività di investimento. Fondamentali in materia sono anche il Regolamento congiunto Banca d'Italia e CONSOB in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio adottato con provvedimento del 29 ottobre 2007 ed il Regolamento CONSOB sugli intermediari n. 16190 del 2007 e succ. modd. La realtà attuale registra la tendenza delle SIM a non agire *uti singuli* ma ad estendere la loro attività nella prestazione dei servizi di investimento previo inserimento in un gruppo o, addirittura, trasformandosi in banche (minori costi, maggiori vantaggi fiscali, più ampia operatività).

Il t.u.f. distingue il regime disciplinare applicabile agli organismi comunitari da quello applicabile a quelli extracomunitari. Il principio della licenza unica si applica alle imprese comunitarie, cioè le

⁴² Ogni soggetto abilitato è un soggetto autorizzato e quindi regolato. Il soggetto professionale esercita la sua attività professionalmente (con conseguenti oneri) e verso il pubblico (art. 18 t.u.f.).

⁴³ Cfr. Pellegrini M., *Le Imprese di Investimento*, Cap. XI, Sez. I, in Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010. In dottrina oggi Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (conosciuta come MiFid II) pubblicata sulla Gazzetta ufficiale Europea il 12.06.2014, per "impresa di investimento" si intende ai sensi dell'art. 4 n.1, 1) "qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale".

imprese, diverse dalle banche, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale in un medesimo Stato comunitario diverso dall'Italia.

Imprese di investimento comunitarie

Possono svolgere in Italia i servizi ammessi al mutuo riconoscimento per i quali siano state autorizzate nel Paese di origine sia in regime di stabilimento che di libera prestazione. Le attività esercitabili sono quelle elencate nell'Allegato A al t.u.f., per l'esercizio delle quali è prevista la sola comunicazione alla CONSOB da parte dell'autorità competente del Paese di origine del primo insediamento dell'impresa o la mera informazione della CONSOB nel caso della libera prestazione. Nel caso di insediamento di una succursale la CONSOB dispone di due mesi dalla comunicazione per assumere i provvedimenti relativi all'assunzione della vigilanza sull'impresa e all'eventuale indicazione delle condizioni cui sottoporre l'esercizio dell'attività. Lo svolgimento dei servizi non ammessi al mutuo riconoscimento è disciplinato dall'art. 24 del Regolamento CONSOB sugli intermediari (16190/2007). Il regolamento CONSOB, laddove subordina la prestazione di servizi non ammessi al mutuo riconoscimento all'effettivo svolgimento nello Stato membro d'origine dei servizi che si intendono prestare in Italia, deve essere ritenuto incompatibile con le regole comunitarie come precisate dalla Corte di Giustizia.

Imprese di investimento extracomunitarie

Sono definite dal t.u.f. come quelle imprese, diverse dalle banche, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento aventi sede legale in uno Stato extracomunitario. Esse possono svolgere la loro attività sia attraverso l'insediamento di succursali in Italia sia prestando i propri servizi senza stabilimento, conformandosi alle prescrizioni legislative dell'art. 28 t.u.f. Per quanto riguarda la prestazione di servizi di investimento e accessori senza stabilimento di succursali, la CONSOB d'intesa con Banca d'Italia autorizza le imprese extracomunitarie, sempreché ricorrano le condizioni previste dal comma 1, lettere b), c), d), ed e), e venga presentato un programma concernente l'attività che si intende svolgere nel territorio della Repubblica.

Alla prestazione all'estero di servizi e attività di investimento e di servizi accessori da parte di banche italiane e alla prestazione in Italia dei medesimi da parte di banche estere si applicano le disposizioni del titolo II, capo II, del Testo unico bancario (art. 29 t.u.b.⁴⁴). A sua volta il t.u.b. disciplina l'operatività attraverso succursali (art. 15 t.u.b) e in regime di libera prestazione di servizi (art. 16 t.u.b)

⁴⁴ Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (in acronimo t.u.b.) è un testo unico della Repubblica Italiana, emanato con il d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385, ed in vigore dal 1° gennaio 1994. Esso sostituì tutta la legislazione bancaria italiana (regio decreto legge 6 novembre 1926 n. 1830, regio decreto-legge 12 marzo 1936 n. 375 e successivi provvedimenti legislativi) e disciplinò l'attività delle banche, intesa come "tutto ciò che ha a che fare con l'attività bancaria", del credito e della vigilanza su di esse.

assoggettando le due fattispecie a regolazioni distinte. L'art. 15 prevede che le banche italiane "possono stabilire succursali nel territorio della Repubblica e degli altri Stati comunitari" senza necessità di autorizzazione. La Banca d'Italia può vietare lo stabilimento di una nuova succursale per motivi attinenti all'adeguatezza delle strutture organizzative o della situazione finanziaria, economica e patrimoniale della banca. Le banche comunitarie possono stabilire succursali nel territorio della Repubblica. Il primo insediamento è preceduto da una comunicazione alla Banca d'Italia da parte dell'autorità competente dello Stato di appartenenza; la succursale inizia l'attività decorsi due mesi dalla comunicazione. La Banca d'Italia e la CONSOB, nell'ambito delle rispettive competenze, indicano, se del caso, all'autorità competente dello Stato comunitario e alla banca le condizioni alle quali, per motivi di interesse generale, è subordinato l'esercizio dell'attività della succursale. Nei casi in cui sia previsto l'esercizio di attività di intermediazione mobiliare, la Banca d'Italia dà notizia alla CONSOB delle comunicazioni ricevute e dell'apertura di succursali all'estero da parte di banche italiane. Le banche italiane possono stabilire succursali in uno Stato extracomunitario previa autorizzazione della Banca d'Italia. Le banche extracomunitarie già operanti nel territorio della Repubblica con una succursale possono stabilire altre succursali previa autorizzazione della Banca d'Italia. Le banche italiane possono esercitare le attività ammesse al mutuo riconoscimento in uno Stato comunitario senza stabilirvi succursali, nel rispetto delle procedure fissate dalla Banca d'Italia. Con riferimento all'operatività in regime di libera prestazione dei servizi, l'art. 16 t.u.b. riconosce sia alle banche comunitarie che a quelle extracomunitarie la stessa possibilità operativa, imponendo però oneri procedurali diversi. Le banche italiane possono operare in uno Stato extracomunitario senza stabilirvi succursali previa autorizzazione della Banca d'Italia. Le banche comunitarie possono esercitare le attività nel territorio della Repubblica senza stabilirvi succursali dopo che la Banca d'Italia sia stata informata dall'autorità competente dello Stato di appartenenza. Le banche extracomunitarie possono operare in Italia senza stabilirvi succursali previa autorizzazione della Banca d'Italia, rilasciata sentita la CONSOB per quanto riguarda le attività di intermediazione mobiliare. Per quanto riguarda l'esercizio in Italia di attività non ammesse al mutuo riconoscimento da parte di banche comunitarie, l'art. 17 t.u.b. rinvia alla disciplina emanata dalla Banca d'Italia⁴⁵.

- SGR (Società di Gestione del Risparmio) e le SGA (Società di Gestione Armonizzate), entrambe abilitate alla sola gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti (art. 18, co. 2, t.u.f.). In particolare, Il t.u.f. articola il servizio di gestione collettiva in due distinte attività: quella di promozione, istituzione ed organizzazione di fondi comuni di investimento e amministrazione dei rapporti con i partecipanti ai fondi stessi nonché quella di concreta gestione del patrimonio di OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio, cioè fondi comuni di investimento e SICAV). Tali

⁴⁵ In merito cfr. Pellegrini M., *Il Controllo sugli Intermediari Finanziari Non Bancari. Aspetti Problematici ed Orientamenti Giurisprudenziali*, in Banca borsa e titoli di credito, 2006; Gestri M., *Mutuo Riconoscimento delle Società Comunitarie, Norme di Conflitto Nazionali e Frode alla Legge: il Caso Centros*, in Riv. Dir. Internaz. 2000; Fracchia F., *Autorizzazione Amministrativa e Situazioni Giuridiche Soggettive*, Jovene (Napoli), 1996.

attività possono essere esercitate da un medesimo soggetto, la SGR, ovvero da distinte entità, la società promotrice e la società di gestione⁴⁶.

- Intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 t.u.b., cui è consentita la prestazione dei servizi e delle attività di negoziazione in conto proprio, dei servizi e delle attività di esecuzione di ordini per conto dei clienti di strumenti finanziari derivati, nonché dei servizi di sottoscrizione e/o collocamento, con assunzione a fermo, con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente e senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente (art. 18, co. 3 t.u.f.).
- SGM (Società di Gestione dei Mercati) che possono essere abilitate a svolgere l'attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione (art. 18, co. 3-bis t.u.f.).
- Agenti di cambio. Si tratta di una categoria di intermediari a numero chiuso (o ad esaurimento)⁴⁷, dal momento che, già con la legge n. 1/1991, si è vietata l'emissione di nuovi bandi di concorso per l'accesso all'antica professione dell'agente di cambio. Attualmente, l'art. 201, comma 7, del t.u.f. dispone che gli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale possono svolgere i seguenti servizi di investimento: esecuzione di ordini per conto dei clienti; collocamento, limitatamente al collocamento senza preventiva assunzione a fermo e senza assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente); gestione di portafogli; ricezione e trasmissione di ordini; consulenza in materia di investimenti.
- Società fiduciarie che hanno optato per l'esercizio esclusivo della gestione di portafogli e che risultano iscritte in una sezione speciale dell'albo SIM (si tratta, perciò, di una categoria a numero chiuso) che hanno mantenuto la possibilità di continuare a svolgere tale attività, in base all'art. 199 del t.u.f.)⁴⁸
- Poste italiane S.p.A., autorizzata a prestare taluni servizi di investimento.
- Consulenti finanziari e società di consulenza finanziaria (artt. 18 bis e 18 ter t.u.f.). La consulenza finanziaria è oggi ricompresa tra i servizi e le attività di investimento e assoggettata a regolamentazione per qualsiasi soggetto giuridico intenda erogarla, quindi soggetta a riserva di attività e a regole di condotta particolarmente stringenti⁴⁹. Essa (vedasi *infra*) può essere prestata non solo dalle banche e

⁴⁶ Di particolare interesse ai fini della presente discussione sono le attività di promozione dell'educazione finanziaria messe in atto dalla SGR A come A, che promuove un percorso di alfabetizzazione col fine garantire scelte consapevoli per le scelte di risparmio. Questo dimostra come i concetti di investor education e in generale di *behavioral finance* siano ormai parte dell'agenda dei soggetti di intermediazione. L'apparato conoscitivo da trasmettere al cliente, in particolare al cliente *retail*, si sostanzia anche e soprattutto in queste iniziative rivolte al grande pubblico.

⁴⁷ Categoria residuale; vedasi nota *supra*.

⁴⁸ Le società fiduciarie sono categorie residuali cui non possono accedere nuovi soggetti. L'art. 199 t.u.f. stabilisce che: "Fino alla riforma organica della disciplina delle società fiduciarie e di revisione conservano vigore le disposizioni previste dalla legge 23 novembre 1939, n. 1966, e dell'articolo 60, co. 4, del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415". È stata così operata la distinzione tipologica ed operativa fra fiduciarie dinamiche e statiche, che rileva per oggetto sociale e ai fini della vigilanza, secondo l. 1966/1939. Le società fiduciarie sono state oggetto del d. lgs. 231/2007 di recepimento della direttiva anticiclaggio n. 2005/60/CE, che ha incluso le fiduciarie tra i soggetti destinatari degli obblighi in esso previsti, ivi compresi quelli in tema di 'adeguata verifica della clientela'. La ratio della conservazione delle società fiduciarie ha indotto il legislatore a non 'bandire' tali società dall'ordinamento, benché sia dubbia l'opportunità di questa scelta.

⁴⁹ Con la legge n. 1/1991 si aggiunge la consulenza in materia di valori mobiliari far le attività di intermediazione mobiliare, con una riserva, potendo essere svolte soltanto da banche e SIM. Il d.lgs. 415 del 96 (decreto Eurosim) e il d.lgs. 58 del 1998, il t.u.f. eliminano la consulenza dai servizi d'investimento principali e la inseriscono tra i servizi accessori. Il servizio può essere esercitato da chiunque anche al di fuori del controllo delle Autorità di vigilanza (CONSOB e Banca d'Italia) e non è più a unico appannaggio

dalle imprese di investimento ma anche da persone fisiche e giuridiche in possesso di determinati requisiti. Infatti, la direttiva 2004/39/CE ha aperto la possibilità dell'esercizio purché esclusivo del servizio di consulenza anche a soggetti diversi dagli intermediari finanziari lasciando agli Stati la facoltà – di cui l'Italia ha usufruito – di applicare ai medesimi una disciplina solo nazionale (c.d. *opt out, i.e. option out*). Con il d. lgs. 164/2007 – di recepimento della direttiva citata – l'attività di consulenza cessa di essere servizio accessorio ed è inserita tra i servizi e le attività di investimento; essa può essere prestata non solo dalle banche, dalle imprese di investimento, dalle SGR e dalle SGA ma anche da persone fisiche in possesso di determinati requisiti: i consulenti finanziari (art. 18-*bis* t.u.f.). La normativa prevede che il consulente finanziario preli il proprio servizio senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti; inoltre essendo un operatore monofunzionale, gli è stata inibita a priori la possibilità di una gestione separata di una pluralità di interessi per sé configgenti. L'esercizio del servizio è subordinato all'iscrizione previa verifica di determinati requisiti in apposito Albo, tenuto da un Organismo, i cui rappresentanti dovranno essere nominati con decreto del Ministro dell'Economia, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, e a cui vengono riconosciute anche funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria; l'Organismo sarà vigilato dalla CONSOB e dal Ministro dell'Economia. La CONSOB, con proprio regolamento, stabilisce principi e criteri relativi alla formazione dell'albo e alle condizioni e modalità di iscrizione nonché alle regole di condotta che i consulenti devono osservare nel rapporto coi clienti (delibera CONSOB 17130 del 2010). Tutti i consulenti devono rispettare regole di condotta che prevedono, fra l'altro, obblighi specifici in tema di identificazione e comunicazione ai clienti delle ipotesi di conflitti di interesse nonché delle informazioni che il consulente è tenuto ad acquisire dal cliente per essere in grado di raccomandare strumenti finanziari adeguati. Se le informazioni non vengono acquisite, il consulente dovrà astenersi dal prestare attività.

Le società di consulenza finanziaria sono state istituite dall'art. 18-*ter* t.u.f. Ad esse si applica, con adattamenti, il regolamento CONSOB in materia di consulenti finanziari. Il Ministro dell'economia, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, potrà prevedere che gli esponenti di tali società siano in possesso di specifici requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza; l'esercizio dell'attività è subordinato all'iscrizione in un'apposita sezione dell'albo per i consulenti persone fisiche. Particolare enfasi è posta dalla legge sul requisito dell'indipendenza al fine di assicurare imparzialità dei consigli proposti.

degli intermediari autorizzati. Ad oggi, la direttiva MiFID e le modifiche al t.u.f. modificano la situazione *quo ante*, e inoltre intervengono nel ridefinire il concetto stesso di consulenza e delle modalità di svolgimento del servizio.

Negli anni successivi all'emanazione del t.u.f. sono state emanate diverse direttive comunitarie per perseguire la massima armonizzazione in materia di mercato mobiliare e finanziario; fra queste spicca la Direttiva MiFID (I)⁵⁰.

1.2.3 Le Regole di Condotta

Dopo aver preso in considerazione l'oggetto degli investimenti (servizi e attività di investimento e strumenti finanziari) e i soggetti che li "offrono", è importante chiarire quali siano le regole di condotta cui gli intermediari essi sono tenuti nello svolgimento della loro attività⁵¹.

Nell'ultimo decennio del secolo scorso, la globalizzazione economica ha riguardato soprattutto le attività finanziarie determinando una sempre maggiore "finanziarizzazione dell'economia"⁵², manifestatasi come circolazione rapida delle informazioni, diversificazione internazionale dei portafogli e spinta per gli investitori "all'utilizzo di intermediari professionalmente dediti alla gestione del risparmio"⁵³. La finanziarizzazione ha però indotto anche una struttura del mercato sempre più fluida e al contempo instabile. Dal lato della clientela c.d. *retail* questo ha comportato una crescente difficoltà a rivolgersi al soggetto intermediario e una preferenza ad effettuare direttamente le scelte di investimento, scelte con più alti rendimenti (e quindi maggiori rischi), come obbligazioni private e strumenti di risparmio gestito, allontanandosi dal modello *BOT-people* predominante nei decenni passati⁵⁴. L'entità dei rischi di tanti nuovi prodotti diversi tra loro richiede opportune valutazioni di rischio-rendimento, supportate da informazioni dettagliate da fornire agli investitori che devono essere resi edotti sui meccanismi di mercato e sulla effettiva qualità dei prodotti che desiderano acquistare, evitando fenomeni di asimmetrie informative e *moral hazard*. Si ha avuto, in particolare da un lato lo sviluppo del mercato finanziario (sussidiato dall'ingresso di prodotti innovativi) e dall'altro la perdita di fiducia da parte degli intermediari a causa dei casi di "risparmio tradito" (ossia, i *crack*, che hanno poi portato al *risparmio tradito* da parte di importanti complessi industriali del nostro Paese - si pensi ai casi Cirio e Parmalat, ma anche al default argentino⁵⁵) hanno attivato una spirale di contenzioso. Ciò ha messo a dura prova l'affermazione dei criteri di giustizia sostanziale a fronte della tendenza a dar corso a forme di facile compensazione sociale, che appaiono realizzate in una logica politica, più che in linea con la razionalità ed il

⁵⁰ Cfr. in merito nota 16 *supra*.

⁵¹ Cfr., Annunziata F., *Regole di Comportamento degli Intermediari e Riforme dei Mercati Mobiliari: l'Esperienza Francese, Inglese e Italiana*, EGEEA, 1993; Sartori F., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari. Disciplina e Forme di Tutela*, Giuffrè (Milano), 2004; Pellegrini M., *Le Controversie in Materia Bancaria e Finanziaria. Profili Definitivi*, CEDAM (Padova), 2008; Perrone A., *Informazione al Mercato e Tutele dell'Investitore*, Giuffrè (Milano), 2003; Cavazzuti F., *La Trasparenza dei Mercati Finanziari*, in Banca impresa società, p.419 ss., 2004.

⁵² Nel senso che "la ricchezza finanziaria cresce progressivamente (...) rispetto a quella reale". Cfr. Santini C., *Prevenzione e Contrasto del Riciclaggio del Mercato Globale*, 2001 cit. in Pellegrini M., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari nella Prestazione dei Servizi di investimento*, in Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010.

⁵³ Cfr. Pontolillo V., *Globalizzazione, Finanza ed Etica*, cit. in Pellegrini M., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari nella Prestazione dei Servizi di Investimento*, in Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010.

⁵⁴ Si veda per esempio il Rapporto di previsione di Ottobre 2015 di Prometeia, reperibile su <http://www.prometeia.it/media/comunicati-stampa/rdp1510>.

⁵⁵ Cfr. Pellegrini M., *Le Controversie in Materia Bancaria e Finanziaria. Profili Definitivi*, cit., p. 96 nota 51.

rigore giuridico⁵⁶. Il minimo comune denominatore è una maggiore sensibilità dal lato della domanda alle modalità di investimento e parimenti dal lato dell'offerta, in merito alla presentazione di diversi prodotti finanziari. È inoltre da considerare che i prodotti finanziari possono essere raggruppati per alcune caratteristiche salienti ed essere di riflesso considerati interessanti da consumatori diversi. Gli intermediari possono dover intrecciare relazioni con categorie non omogenee di clienti, con obiettivi e intenzioni di acquisto diversi, ma anche gradi di consapevolezza differenti. Infatti operatori non qualificati (*i.e.* clientela *retail*) si distinguono nettamente da operatori qualificati (vedasi gli investitori istituzionali che posseggono maggiori conoscenze circa il mercato di riferimento). Per i primi, ad esempio, è prevista nel nostro ordinamento una disciplina specifica (obblighi informativi, *disclosure* su conflitti di interessi, valutazione dell'adeguatezza delle operazioni). In ogni caso, però, l'attività di investimento, per quanto ampiamente tutelata dalla normativa speciale, è riconducibile alle c.d. forme di *risparmio consapevole* caratterizzate dalla centralità dell'intervento decisionale di colui che investe le proprie disponibilità monetarie⁵⁷.

1.2.4 Le Direttive MiFID I-II

Le novità normative in questo ambito sono da far risalire prevalentemente a circa dieci anni fa, alla prima regolazione comunitaria di primo e secondo livello sulla prestazione dei servizi finanziari e sui mercati (direttiva 2004/39/CE, poi implementata dalla dir. 2006/73/CE, c.d. direttive MiFID) recepita in Italia con il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 che mira a tutelare le controparti negoziali "deboli"⁵⁸. Di particolare interesse sono i principi cui il comportamento degli intermediari si deve ispirare: essi devono agire in modo "onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti" (art. 19, co. 1, direttiva 2004/39/CE). Inoltre, in base al livello di protezione necessitata dalle autorità garanti di ogni stato, MiFID tripartisce i clienti:

1. Gli investitori istituzionali, che sono soggetti in forma societaria, collettiva che per oggetto sociale investono risorse e che hanno il più basso livello di protezione data loro dalla struttura finanziaria interna secondo il regolatore;
2. I risparmiatori che si auto-qualificano investitori istituzionali come le imprese industriali;
3. I risparmiatori propriamente detti che hanno bisogno del grado massimo di protezione non avendo sufficiente capacità per gestire le informazioni finanziarie: l'investitore *retail*.

Già nel t.u.f. era preponderante la salvaguardia dell'investitore non qualificato. In particolare, nell'art. 21 t.u.f. vengono dettati i criteri generali da osservare nella prestazione dei servizi. I soggetti abilitati devono

⁵⁶ Cfr. Pellegrini M., *Giurisdizione, Diritto ed Inaccettabile "Compensazione Sociale"*, in *Mondo Bancario*, 2005, fascicolo 6, p. 22 ss.; M. Pellegrini, *Brevi Note sulla Vexata Quaestio dei Bonds Argentini*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2005, fascicolo 2, p. 686 ss.

⁵⁷ Cfr. Pellegrini M., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari nella Prestazione dei Servizi di Investimento*, in Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010, cit.

⁵⁸ Già nel t.u.f., il dovere di diligenza e correttezza ha portata più ampia di quanto spiegato nel codice civile. La diligenza richiesta è quella dell'operatore professionale, il cui contenuto deve essere precisato per servire al meglio l'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati (che si inserisce nel più vasto nobile fine di "salvaguardi della fiducia nel sistema finanziario", come precisato per esempio in Varian H. R., *Intermediate Microeconomics*, Boston, 2005), vedasi nota 30, p. 821, Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010.

comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (co. 1, lett. a). Gli intermediari devono poi "acquisire", le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati" ed "utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti"; inoltre devono "disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività", come previsto da numerose disposizioni di dettaglio contenute nel Regolamento Intermediari e nel Regolamento congiunto CONSOB - Banca d'Italia. Il comma 1-*bis* dell'art. 21 t.u.f. stabilisce che gli intermediari finanziari:

- a) adottino ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscano, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;
- b) informino 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;
- c) svolgano una gestione indipendente, sana e prudente e adottino misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Più in generale tali disposizioni hanno una portata ampia, in quanto definiscono gli standard comportamentali ed organizzativi a cui gli intermediari devono scrupolosamente attenersi in tutte le manifestazioni della loro attività⁵⁹.

Sempre nel t.u.f., all'art. 23, dove tralasciando i primi commi, si vuole evitare che banche, SIM, SGR, ecc., abusino del loro status di controparte forte nella stipula dei contratti. Non trova altresì applicazione (ai sensi dell'art. 23, co. 5) l'art. 1933 c.c. agli strumenti finanziari⁶⁰, che, seppur rischiosi, non sono considerati giuochi e/o scommesse, consentendo quindi al risparmiatore la possibilità di poter citare in giudizio la controparte qualora ritenga che gli sia stato cagionato un danno ingiusto. Ciò si ricollega direttamente alle disposizione del 6° comma, che prevede l'inversione dell'onere della prova nel caso in cui sorga una controversia tra cliente ed intermediario: sarà infatti quest'ultimo a dover provare di aver agito utilizzando la diligenza professionale richiesta, e non il cliente a dover dimostrare la negligenza della controparte, pur dovendo provare che l'intermediario ha violato qualche norma di carattere specifico o generale che avrebbe dovuto osservare. Allo stesso tempo, si deve considerare valido per l'intermediario un generale "obbligo di protezione" verso il cliente, fino a rimediare all'irrazionalità di quest'ultimo. L'intermediario anche in virtù di ciò può giovare della riduzione (o esenzione *tout court*) del risarcimento solo se ha adempiuto a tutti gli obblighi incombenti a suo carico per la tutela dell'investitore.

⁵⁹ Pellegrini M., *Regole di Comportamento e Responsabilità degli Intermediari*, in Capriglione F., *I Contratti dei Risparmiatori*, Giuffrè (Milano), 2013.

⁶⁰ Dal c.c., art. 1933: "Non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode. La ripetizione è ammessa in ogni caso se il perdente è un incapace".

Infine, nell'art. 25-*bis* t.u.f. che dichiara applicabili gli artt. 21 e 23 t.u.f. anche alla sottoscrizione ed al collocamento dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione, prima esonerati.

Senza analizzare i casi di nullità dei contratti di intermediazione⁶¹, si vuole comunque portare l'attenzione sul fatto che “ogni tipo di investimento è comunque e sempre, almeno in qualche misura rischioso”⁶², per cui non sempre l'investitore si può dire vittime di comportamenti non corretti degli intermediari; a volte sono i clienti stessi che non hanno ponderato adeguatamente per esempio la propria tolleranza al rischio o il proprio orizzonte temporale e si sentono “traditi” da una figura “di fiducia” come l'intermediario.

Così, su questo sostrato giuridico nazionale e su un grado di educazione finanziaria ancora da rilevare univocamente, con precisione, si inserisce il d.lgs. 164/2007. Come sopra accennato, uno dei più importanti risultati della MiFID è stata la classificazione dei clienti, alla luce anche di possibili conflitti di interesse con l'intermediario, della trasparenza, degli oneri informativi e dell'adeguatezza che deve seguire questi nel rapporto col cliente profilato.

Rileva in proposito la disciplina della adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione o ricezione degli ordini a monte della quale si colloca la nuova tripartizione degli investitori, distinti in clientela professionale, controparti qualificate e clientela al dettaglio o *retail* sulla base di criteri oggettivi e non sulla base di una mera attestazione da parte del cliente delle proprie conoscenze in materia finanziaria (come nel precedente regolamento CONSOB). Le disposizioni del d.lgs. 164/2007 si sono declinate nel già citato Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007, che supera la bipartizione della clientela tra investitori qualificati ed altre controparti. L'art. 26 del Regol. citato definisce come “cliente” la persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori; le due categorie di cliente professionale e di controparte qualificata, in parte sovrapponibili, sostituiscono quella precedente di operatore qualificato; la terza categoria di “cliente al dettaglio” è individuata in via residuale. L'Allegato 3 al Regol. definisce un cliente professionale come “un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume” e introduce una disciplina differenziata a seconda che si tratti di cliente professionale di diritto o su richiesta. La prima fattispecie concerne le “imprese di grandi dimensioni” che soddisfano i requisiti indicati nell'All.3, sez. I, n. 2⁶³; la seconda è rappresentata dalle persone che fanno espressa richiesta scritta di essere considerati clienti professionali. Quindi il cliente al dettaglio essere classificato come professionale (c.d. *upgrading*) e rinunciare ai presidi di tutela previsti, a condizione però che l'intermediario valuti attentamente il livello di competenza ed esperienza finanziaria del richiedente, se quindi si può ragionevolmente ritenere che il cliente sia in grado

⁶¹ Per una discussione di maggior dettaglio si consulti tra gli altri, Regolamento intermediari, delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni, di attuazione del t.u.f.; Perrone A., *La Responsabilità degli Intermediari: Tutela del Risparmiatore Incolpevole o “Copertura Assicurativa” per Investimento Sfortunati?*, Banca impresa società, 2008.

⁶² Cfr. Trib. Viterbo, sent. 7 dicembre 2004, n. 1059, cit., p. 679 ss., con nota di Pellegrini M., *Brevi Note sulla Vexata Quaestio dei Bonds Argentini*.

⁶³ Si considerano clienti professionali di diritto le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società almeno due tra i seguenti requisiti dimensionali: a) Totale di bilancio 20mln€; b) Fatturato netto 40mln€; c) Fondi propri 2 mln €.

di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume (*financial literacy*)⁶⁴.

Per la clientela al dettaglio, l'art. 39 Regol. intermediari stabilisce che “al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie 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”. Inoltre, l'intermediario che non abbia ottenuto le citate informazioni deve astenersi dal prestare i menzionati servizi; così facendo, il legislatore comunitario ha fatto venir meno la possibilità di ottenere il consenso dal cliente a procedere comunque ad un'operazione non adeguata. Al comma 7 dello stesso articolo si dice che gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste e che quelli non sono tenuti a verificare l'autenticità e la completezza delle informazioni a meno che esse risultino “palesamente inesatte, incomplete e superate”⁶⁵.

Per la prestazione degli altri servizi di investimento, la valutazione degli intermediari è limitata alla sola appropriatezza dell'operazione (artt. 41 e 42 Regol.), basato solo sulle conoscenze ed esperienze del cliente. Qualora gli intermediari ritengano che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il profilo del cliente, lo avvertono di tale situazione (utilizzando un formato standardizzato⁶⁶). Ugualmente, se il cliente o potenziale cliente sceglie di non fornire le informazioni o qualora tali informazioni non siano sufficienti, gli intermediari avvertono il cliente o potenziale cliente, che tale decisione impedirà loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato.

L'assetto normativo pre-MiFID esaminato, lascia trapelare una certa presa di coscienza del legislatore circa lo *status* di debolezza che caratterizza la posizione del fruitore di servizi di investimento e della consulenza. Le innumerevoli disposizioni contenute nel testo unico della finanza si sono proposte di regolare i più importanti aspetti del rapporto intermediario-cliente che necessita un'esigenza di tutela per quest'ultimo. Sono numerosi i passi in avanti a seguito dell'introduzione e del successivo recepimento della direttiva MiFID I e II, con la quale si giunge ad un'impalcatura di norme, regole e disposizioni che sono più connaturate al fabbisogno di tutela della clientela, specie quella *retail*. La portata innovativa della MiFID I si esplica non solo nella tripartizione della clientela (vedasi *supra*) ma anche nella nuova disciplina sugli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza di un'operazione (particolarmente sensibile a ciò è il servizio di consulenza agli investimenti o di gestione del portafoglio per cui si rimanda all'art. 39 Regol.)⁶⁷. Gli intermediari devono

⁶⁴ La direttiva MiFID specifica che la richiesta del cliente di cambiare la classificazione attribuitagli può essere inoltrata anche con riferimento ad uno o più servizi di investimento, uno o più prodotti finanziari, una o più operazioni di investimento. Inoltre la richiesta si può esplicitare in una maggiore o in una minore tutela.

⁶⁵ Cfr. Pellegrini M., *Le Controversie in Materia Bancaria e Finanziaria. Profili definitivi*, cit., p. 46.

⁶⁶ Si richiama a tal proposito il principio di libertà delle forme di manifestazione della volontà negoziale ex art. 1350 c.c. con la conseguenza che il rispetto dei citati obblighi potrà essere provato con la testimonianza del funzionario della banca che ha informato verbalmente gli investitori della inadeguatezza.

⁶⁷ Ben lontani dalla precedente *suitability rule*, con cui si precludeva all'intermediario il compimento di operazioni con o per conto dell'investitore “non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione” e superabile con “il consenso informato del cliente”;

acquisire dal cliente (o dal potenziale cliente) tutte le informazioni in merito alle sue esperienze e conoscenze su operazioni simili a quelle che vuole intraprendere, sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento personali⁶⁸, vietando agli intermediari di “incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste” (art. 39, co. 7). Tra le novità della direttiva in esame si deve aggiungere l’insieme delle regole organizzative che le imprese di investimento devono rispettare attraverso la sana e prudente gestione. Tutti questi accorgimenti disciplinari servono alla normativa per limitare e gestire casi di conflitto d’interessi. Gli intermediari devono uniformarsi a precisi obblighi informativi verso i clienti (*disclosure*). La disciplina in parola prevede un processo di gestione dei conflitti articolata come di seguito⁶⁹:

- 1) identificazione dei conflitti sia effettivamente materializzatisi che potenziali;
- 2) definizione di misure idonee a prevenirli per non danneggiare i clienti;
- 3) adozione di una politica tesa alla loro gestione;
- 4) obbligo di comunicare ai clienti la natura generale e/o delle fonti dei conflitti, laddove non sia possibile eliminarli.

L’art. 24 Regol. congiunto CONSOB-Banca d’Italia fornisce un elenco minimale, non esaustivo, delle situazioni di conflitto⁷⁰. L’*intentio legis* è considerare il conflitto di interesse un momento del rapporto da gestire proattivamente e non da scansare (leggasi a tal proposito gli artt. 25 e 26 del regolamento congiunto), puntando sulla semplificazione e sull’autonomia rilasciata agli intermediari nella scelte dei presidi di natura organizzativa relativi alla gestione dei conflitti.

Gli sviluppi succedutisi nei mercati finanziari in conseguenza della crisi finanziaria ed i continui mutamenti delle attività svolte dagli intermediari hanno evidenziato alcuni punti critici della MiFID. Così, a distanza di quattro anni dall’entrata in vigore della direttiva comunitaria sui servizi di investimento, è stata presentata nel 2011 dalla Commissione Europea una proposta di revisione della normativa di riferimento consistente in una nuova direttiva, la MiFID II, ed in un nuovo regolamento sui mercati degli strumenti finanziari, denominato MiFIR⁷¹, per di rendere le transazioni sui mercati finanziari più efficienti, flessibili e trasparenti, da un lato

cfr. Lener R. e Lucantoni P., *Regole di Condotta nella Negoziazione degli Strumenti Finanziari Complessi: Disclosure in merito agli Elementi Strutturali o Sterilizzazione, sul Piano Funzionale, del Rischio come Elemento Psicologico e/o Normativo?*, Banca borsa titoli di credito, 2012; per un’analisi sui casi di controversia Si veda anche Pellegrini M., *Le Controversie in Materia Bancaria e Finanziaria*, Cedam (Padova), 2007.

⁶⁸ Sartori F., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari. Disciplina e Forme di Tutela*, Giuffrè (Milano), 2004; Paracampo M. T., *Gli Obblighi di Adeguatezza nella Prestazione dei Servizi di Investimento*, in *Banca borsa titoli cred.*, 2007, II, p. 97; Cucurachi P. A., *La Regola dell’Adeguatezza nella Prestazione dei Servizi di Investimento: il punto di vista della Teoria della Finanza*, in Aa. Vv., *La Nuova Disciplina degli Intermediari dopo le Direttive MiFID: prime Valutazione e Tendenze Applicative*, a cura di De Mari, cit., p.103 ss.

⁶⁹ Cfr. Pellegrini M., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari nella Prestazione dei Servizi di Investimento*, in Capriglione F., *L’Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010; Antonucci A., *Regole di Condotta e Conflitti D’interesse*, in Aa. Vv., *La Nuova Normativa MiFID*, a cura di De Poli, cit., p. 53 ss.

⁷⁰ V. artt. 13 e 18 direttiva 2004/39/CE; artt. 21 ss. Direttiva 2006/73/CE; art. 21 t.u.f.; artt. 23 ss. Regol. 16190/2007. In particolare l’elenco include: l’essere portatore (da parte dell’intermediario) di un interesse nell’ambito di un servizio prestato al cliente distinto da quello del cliente medesimo (lett. b), l’aver incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato (lett. c), lo svolgere la medesima attività del cliente (lett. d), o ancora la possibilità di ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo diverso (sotto forma di denaro, beni o servizi) dalle commissioni normalmente percepite per tale servizio.

⁷¹ All’emanazione Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento n.600/2014, pubblicati il 12 giugno sulla Gazzetta ufficiale Europea, entrati in vigore a luglio.

ampliando, con nuovi requisiti organizzativi e di comportamento per gli intermediari, la gamma dei presidi a tutela degli investitori e dall'altro spingendo gli intermediari ad una maggior responsabilizzazione⁷², rafforzando poi i poteri *ex-ante* ed *ex-post* delle Autorità di vigilanza. Questo sembra inserirsi perfettamente nella presa di coscienza del legislatore anche in merito a programmi strutturati di educazione finanziaria. Infatti è noto come gli istituti di credito, cui si affidano i propri risparmi, siano diventati le principali fonti di informazioni, istruzione e consulenza finanziaria oggettiva (*ex* consulenza generica, in MiFID I)⁷³, e se le informazioni sono inadeguate per un qualunque motivo (inadeguata educazione finanziaria del personale addetto oppure atteggiamenti opportunistici, di sfruttamento della condizione di ignoranza dell'investitore⁷⁴), si rischia di incidere negativamente sul comportamento degli stessi investitori, a prescindere dalla categoria di appartenenza. Si tratta di un intervento normativo che, contestualmente alle disposizioni di *product governance*⁷⁵, richiede alle imprese di investimento rispetto ai propri dipendenti di garantire e dimostrare alle Autorità vigilanti il grado di conoscenze e competenze adeguate a valutare il profilo e le richieste del cliente. In pratica, vengono introdotte delle misure specifiche in tema di prodotti finanziari. In primo luogo si stabilisce che l'intermediario arrivi a capire pienamente le caratteristiche degli strumenti che raccomanda e offre ai propri clienti. Inoltre l'intermediario che realizza gli strumenti finanziari garantisce che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali, adottando tutte le misure necessarie per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato⁷⁶. In particolare, il prodotto viene sottoposto ad un processo di approvazione, in cui si identifica, per ciascuno strumento finanziario, un determinato mercato di riferimento (*target market* o mercato *target*) di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti. L'intermediario deve poi garantire che tutti i rischi specificamente attinenti a tale mercato di riferimento siano stati analizzati e che la strategia di distribuzione resti coerente con il mercato di riferimento stesso. Il processo di approvazione del prodotto deve includere l'analisi di scenario dell'andamento del prodotto e dei risultati che può avere per l'investitore. Con l'analisi di scenario si valutano i risultati del prodotto considerando condizioni negative di vario genere, tipo il deterioramento delle condizioni di mercato, difficoltà finanziarie o altri rischi di controparte, problemi nella commercializzazione del prodotto o il verificarsi di una domanda del prodotto più alta dell'offerta che provochi uno *stress* sulle risorse dell'intermediario o sul mercato del prodotto.

⁷² Cfr. Pezzuto A., *Il Processo di Revisione della Normativa MiFID*, in *Mondo bancario*, n. gennaio/marzo 2014, pag. 32 e ss, Di Lorenzo V., *MiFID "Atto Secondo": che Cosa Cambia*, in *l'Atlante-Newsletter* di Prometeia, 2014, www.prometeia.it

⁷³ Questo trittico secondo Megale G. e Sorgi S., in *Guida all'Educazione finanziaria. Istruzioni per un Corretto Uso della Finanza Personale*, Il Sole 24 Ore, 2010, rappresenta i principali strumenti attraverso cui è possibile ottimizzare la produttività dell'*investor education* nei confronti delle diverse fasce di utenti.

⁷⁴ Cit. Guiso L., *Educazione Finanziaria e Scelte Finanziarie*, pag. 168. Tale problematica viene oggi in luce proprio con la MiFid II che impone espressamente alle imprese di investimento una maggiore attenzione nella formazione del proprio personale addetto.

⁷⁵ Per *product governance*, si intende l'imposizione agli intermediari un assetto organizzativo e una serie di regole di comportamento relative alla creazione, all'offerta e alla distribuzione dei prodotti finanziari agli investitori. L'intermediario deve considerare l'intera catena del valore del prodotto finanziario. Particolarmente utile per sintetizzare le novità della direttiva è la lettura de: il considerando 71, l'articolo 16 paragrafo 3, l'articolo 24 e l'articolo 9.

⁷⁶ Cit. Morlino S., *La Product Governance nel Nuovo Regime MiFID 2*, Servizi Bancari e Finanziari, Studio Legale Tributario – EY, reperibile su www.bancario.it.

Si distingue inoltre tra i seguenti due tipi di intermediari⁷⁷:

<i>Manufacturer</i>	L'intermediario ideatore-emittente. Chi crea, sviluppa, emette o disegna nuovi prodotti; ma anche gli intermediari <i>advisors</i> di società nell'emissione di nuovi titoli. Gli emittenti devono realizzare prodotti/strumenti concepiti per rispondere alle esigenze di un <i>target</i> di clientela (<i>product approval process</i>). In particolare, deve valutare se il prodotto soddisfa bisogni, caratteristiche e obiettivi degli investitori, assicurando potenziali benefici per il cliente, tramite che la strutturazione del prodotto.
<i>Distributor</i>	L'intermediario distributore. Chi offre gli strumenti finanziari. I distributori di prodotti devono adottare una strategia di distribuzione che sia compatibile con il <i>target</i> di clientela individuato ⁷⁸ . Egli sulla base delle informazioni ricevute dal <i>manufacturer</i> deve procedere ad una personale valutazione del mercato di riferimento e della coerenza della strategia di distribuzione.

Viene inoltre ulteriormente ridotto il numero di strumenti che possono essere oggetto del servizio di *execution only*⁷⁹, che cioè possono essere comprati e venduti senza che trovi applicazione la disciplina dell'appropriatezza dell'operazione. Per preservare ulteriormente il nuovi equilibri stabiliti con la recente direttiva si è deciso di conferire dei poteri di *product intervention* alle Autorità di vigilanza nazionali, nonché all'ESMA (per gli strumenti finanziari) ed all'EBA (per i depositi strutturati), al fine di preservare la protezione degli investitori, la stabilità finanziaria e il funzionamento dei mercati. L'ESMA⁸⁰ inoltre può intervenire anche in caso di "inadeguatezza degli strumenti disponibili" quando le disposizioni regolamentari sono inadeguate oppure quando l'autorità competente non assume misure idonee ad affrontare le minacce (*suppletività* dell'ESMA). A livello dell'ordinamento nazionale, la CONSOB ha identificato dei prodotti particolarmente complessi⁸¹ per cui si esortano gli intermediari a non proporli alla clientela *retail* e di distribuire prodotti a "complessità comunque elevata" nel solo ambito della consulenza finanziaria⁸².

⁷⁷ Entrambe le definizioni si trovano in MiFID e MiFID 2, ripresi dai PRIIPS, cioè il Regolamento (UE) n. 1286/2014/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. In seguito approfondite nel Final Report ESMA/2014/1569 - ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR del 19 Dicembre 2014.

⁷⁸ Queste disposizioni valgono sia per le imprese di investimento che emettono strumenti finanziari, sia per quei soggetti che si propongono, a vario titolo, come distributori di tali prodotti.

⁷⁹ Come per i fondi strutturati ed i depositi strutturati, esclusi dall'*execution only*.

⁸⁰ Cfr. *MiFID Practices for Firms Selling Complex Products*, 2014 e *Good Practices for Product Governance Arrangements*, 2014, disponibili al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library>.

⁸¹ Si pensi a: prodotti derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività (ad esempio *Asset Backed Securities*, ABS), prodotti finanziari *credit linked* (esposti ad un rischio di credito di soggetti terzi), prodotti finanziari, con leva maggiore di due o incorporanti quattro o più componenti derivative, ad esclusione degli OICR, strumenti finanziari derivati non negoziati in *trading venues* con finalità diverse da quella di copertura.

⁸² Ad esempio: prodotti finanziari con *pay-off* legati a indici che non rispettano gli Orientamenti ESMA del 18 dicembre 2012 relativi agli ETF; strumenti finanziari derivati diversi da quelli non negoziati in *trading venues* con finalità diverse da quelle di copertura; UCITS "strutturati" come definiti dall'art. 36 del Regolamento UE n. 583/2010; obbligazioni perpetue; prodotti finanziari, ad

Un ulteriore passo avanti della MiFID II riguarda il servizio della “consulenza indipendente”. Si è osservato che l’educazione finanziaria può prendere vita anche in un supporto attivo del consulente, per mezzo di strumenti che tengono conto delle informazioni personali e delle circostanze individuali del cliente, al fine di aiutarlo a prendere coscienza dei propri bisogni economici e a pianificare le proprie decisioni finanziarie⁸³. Con la nuova direttiva si enuclea la *species* della “consulenza indipendente”, per cui l’intermediario è tenuto a valutare una gamma sufficientemente vasta di strumenti finanziari disponibili sul mercato. Egli deve operare un’ampia analisi di mercato, per disporre di strumenti finanziari diversificati per tipologia ed emittente; gli si fa inoltre divieto di ricevere incentivi monetari da terzi, i cosiddetti *inducement* (ovvero l’impresa verrà remunerata per il servizio solo dal cliente e dagli emittente quel dato prodotto per esempio con retrocessioni delle commissioni)⁸⁴. V’è inoltre per le imprese di investimento che offrono il servizio di consulenza l’obbligo di comunicare al cliente se questa è indipendente o no e se verrà fornita al cliente anche una valutazione periodica dell’adeguatezza degli strumenti raccomandati (*suitability*). Con questa consulenza si prevede il controllo dell’adeguatezza del portafoglio alla profilatura del cliente e del grado di concentrazione dei rischi complessivamente assunti.

In terza istanza si presenta un rafforzamento della normativa sulla valutazione di adeguatezza e sugli obblighi di comunicazione alla clientela (*disclosure*). Per rinsaldare la fiducia degli investitori nel mercato e indurre a sua volta effetti positivi per il sistema finanziario, deve essere prioritario definire gli strumenti finanziari adeguati al cliente, individuando la capacità dello stesso di sopportare eventuali perdite e la sua tolleranza al rischio. A livello nazionale, la CONSOB⁸⁵ ha portato all’attenzione del legislatore che i modelli di *business* presenti nell’industria finanziaria italiana, orientati per l’altro a “vendere un prodotto” piuttosto che “fornire un servizio”, rendono difficoltosa, ma non impossibile, l’adesione *tuot court* ai principi della MiFID II⁸⁶. Ancora, nel considerando n. 29 della direttiva 2014/17/UE, una direttiva complementare alla MiFID II, in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, si sottolinea che “al fine di accrescere la capacità dei consumatori di prendere autonomamente decisioni informate e responsabili in materia di accensione di prestiti e di gestione del debito gli Stati membri dovrebbero promuovere misure a sostegno dell’educazione dei consumatori relativamente all’accensione responsabile di prestiti e alla gestione del debito, in particolare per i contratti di credito ipotecario”; infatti, “è particolarmente

esclusione degli UCITS, con leva maggiore di 1 e fondi comuni d’investimento c.d. *alternative* (non UCITS) che investono in crediti e/o in operazioni di cartolarizzazione, o in titoli di società in crisi. Cfr: <https://www.prometeia.it/it-it/l-atlante/il-mercato-del-risparmio/mifid-eldquo-atto-secondoerdquo-che-cosa-cambia.a>.

⁸³ Cfr. Megale G. e Sorgi S., in *Guida all’Educazione finanziaria. Istruzioni per un Corretto Uso della Finanza Personale*, Il Sole 24 Ore, 2010, cit. p. 27.

⁸⁴ Cfr. Pezzuto A., *Il Processo di Revisione della Normativa MiFID*, in *Mondo bancario*, n. gennaio/marzo 2014, cit. pag. 32 e ss. Per ulteriori approfondimenti cfr.: <http://www.advisoronline.it/normative-e-fisco/mifid/25517-mifid-ii-la-consulenza-indipendente-e-gli-incentivi.action.evoluta>.

⁸⁵ Per esempio nel Piano Strategico per il triennio 2013-2015, disponibile al seguente indirizzo: http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/piano_strategico/index.html.

⁸⁶ Le prime difficoltà potrebbero essere: l’avvio della vigilanza sui consulenti indipendenti, la nascita dell’Albo/Registro dei consulenti indipendenti (persone fisiche e società). Cfr. Di Lorenzo V., *MiFID “Atto Secondo”: che Cosa Cambia*, in l’Atlante-Newsletter di Prometeia, 2014, www.prometeia.it.

importante fornire orientamenti ai consumatori che contraggono per la prima volta un credito ipotecario”. Di seguito, nel Capo II della stessa direttiva, intitolato “Educazione finanziaria”, l’art. 6 viene imposto l’obbligo agli Stati membri di promuovere misure atte a favorire l’educazione dei consumatori in merito a un indebitamento e a una gestione del debito responsabili, in particolare per quanto riguarda i contratti di credito ipotecario. Grazie alla MiFID II si fa esplicito riferimento al grado di tolleranza al rischio dell’investitore e alla sua capacità di sopportare le perdite in conto capitale (si considera d’ora innanzi il c.d. *risk appetite* e la *risk tolerance*). Gli intermediari sono poi tenuti a comunicare con precisione i costi e gli oneri connessi al servizio prestato, il costo dello strumento finanziario raccomandato e le relative modalità di remunerazione dei servizi prestati.

Alla luce di queste innovazioni è importante soffermarsi nuovamente sui profili di adeguatezza e appropriatezza degli investimenti attraverso una relazione periodica. In questo frangente il previgente questionario MiFID che le imprese di investimento sottopongono al cliente per la sua la profilatura⁸⁷ potrà essere usato anche per fini di *product governance*, quindi per individuare dei *target* di clientela per prodotti e strumenti finanziari e adottare misure sufficienti per ottenere, nel momento in cui si eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni e della natura dell’ordine o di ogni altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Da questo quadro emerge l’intenzione per il cliente di rendere sempre più una pratica “scontata” nel suo fruirsi, il fatto che sia necessario essere pienamente consapevoli del prodotto/servizio di investimento e delle terminologie che ruotano attorno ad esso, prima di investire direttamente.

In ultimo si vuole richiamare il regolamento UE n. 596/2014 (MAR, che abroga la precedente direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato MAD) sugli abusi di mercato e la direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato. Si chiude in questo modo l’*iter* legislativo analizzato finora. Con questi dispositivi⁸⁸ principalmente si intende:

- Estendere la normativa agli strumenti finanziari negoziati su sistemi di negoziazione multilaterali (MTF), su altri sistemi di negoziazione organizzati (OTF) e “*over the counter*” (OTC), ai mercati delle merci e degli strumenti derivati collegati;
- Sistematizzare i casi di abusi di mercato tramite delle condotte legittime (“*safe harbour*” di cui all’art. 9), effettuando sondaggi di mercato (“comunicazioni di informazioni privilegiate quando una persona è in possesso di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un’altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un’occupazione, una professione o una funzione”) subordinatamente alle condizioni previste dal regolamento (art. 11), dettagliando gli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti quotati

⁸⁷ Oggi la profilatura può non più esser vista solo come un momento formale e obbligatorio per attivare il cliente al servizio di consulenza, ma piuttosto come momento di incontro con il cliente per valutare il suo profilo e individuare le possibili soluzioni commerciali per soddisfare i suoi bisogni.

⁸⁸ Cfr. Morlino S., *La Product Governance nel Nuovo Regime MiFID 2*, Approfondimenti di Diritto Bancario, 2015.

però con la possibilità per l'emittente di ritardare la divulgazione al pubblico di tali informazioni qualora sussistano le seguenti tre condizioni:

- 1° La comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente;
- 2° Il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico;
- 3° L'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni (art. 17, co. 4); inoltre si fa esplicito l'obbligo di notifica all'emittente e all'autorità competente delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione e da persone ad essi strettamente collegate⁸⁹;

- Avviare la creazione di uno *SME growth market* per gli emittenti⁹⁰.

Parallelamente la direttiva 2014/57/UE introduce la disciplina delle sanzioni penali per l'abuso di informazioni privilegiate e per la manipolazione del mercato. In particolare, con essa si impone agli Stati membri di adottare le misure necessarie per punire con sanzioni penali l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, l'istigazione, il favoreggiamento, il concorso e il tentativo a commettere tali reati.

1.3 Gli Interventi nel Settore. La Vigilanza

La disciplina della *behavioral law* e *behavioral economics* è relativamente recente. I continui studi sulla finanza comportamentale nell'interpretare il comportamento degli utenti nei mercati finanziari e gli scandali finanziari ha indotto i legislatori nazionali e gli *standard setter* internazionali a considerare gli indirizzi di policy anche sulla base dei risultati di diverse discipline: economia, psicologia e diritto. L'opportunità e l'ampiezza di questi interventi dirigitici e di vigilanza pubblica, considerarti alternativamente paternalistici o non⁹¹. Ci sono dietro due punti di vista della regolazione su questo argomento, come su molti altri: da un lato il voler privilegiare l'autonomia privata degli operatori insieme a un regime di libera concorrenza fra regimi di regolamentazione differenti, dall'altro lato spingere per un rafforzamento dell'intervento pubblico sui mercati finanziari sulla cui necessità spingono gli stessi risultati della finanza comportamentale, in merito all'irrazionalità dei soggetti⁹². Allo stesso tempo non bisogna dimenticare il fisiologico rapporto di *agency* che

⁸⁹ La soglia annuale dell'obbligo di notifica è fissata a 5.000 €, ma il regolamento prevede la possibilità per le autorità competenti di aumentare la predetta soglia fino a 20.000 €. Il termine per la notifica è fissato a 3 giorni dall'operazione (art. 19, co. 9 della direttiva in esame).

⁹⁰ Dall'art. 33 della nuova MiFID: *i*) obblighi semplificati di divulgazione delle informazioni (art. 17, co. 9); *ii*) esenzione dalla creazione di un registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate a condizione che l'emittente assicuri che *a*) le persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate siano correttamente informate degli obblighi giuridici e regolamentari che ciò comporta; *b*) l'emittente sia in grado di fornire, su richiesta, all'autorità competente un elenco delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate.

⁹¹ Cfr. Sunstein C. R., *Behavioral Analysis of Law*, U. Chicago Law Review, 1997.

⁹² Cfr. Per il caso americano Prentice R. A., *The Inevitability of a Strong SEC*, Cornell Law Review, 91 p. 775, 2006 e anche Prentice R. A., *The Economic Value of the Securities Regulation*, Cardozo Law Review, 28, p. 333, 2006.

sussiste tra qualsivoglia risparmiatore, azionista o investitore di ogni altro tipo di titolo rispetto alla figura dell'intermediario, manager e operatori professionali del mercato, che induce ad un potenziale e facilmente verificabile conflitto di interessi, soprattutto per quei soggetti con incapacità tecnica.

La funzione principale della regolazione pubblica dei mercati e dei soggetti che operano in essi è appunto quella di preservare l'ordine e la stabilità, tutelando i soggetti deboli dei contratti di scambi ma minimizzando l'onerosità e la ridondanza degli interventi⁹³. Nella fattispecie i modelli di vigilanza che sono in essere al momento si fondano su due cardini: la *disclosure* (trasparenza) e la correttezza dei comportamenti, esemplificate già nel t.u.f. (art. 5 co. 3) e poi approfondite con le ultime direttive europee e i loro recepimenti. La CONSOB, l'Autorità garante del settore a livello nazionale italiano, espleta la propria funzione adeguandosi al mandato europeo.

1.3.1 La CONSOB

Dalla discussione fin qui svolta emerge che le *authority* non si limitano né dovrebbero limitarsi ad avere un ruolo proattivo sull'educazione finanziaria. Come ha sottolineato il Commissario CONSOB Vittorio Conti⁹⁴, l'attenzione dei *policy maker* e delle Autorità di vigilanza verso le difficoltà oggettive (anomalie nel processo produttivo dei prodotti finanziari, asimmetrie informative e opacità sul versante della distribuzione) è ormai consolidata; più recente e ancora molto circoscritta, invece, è la riflessione sulle difficoltà soggettive che qualificano, e possono differenziare, le scelte dei singoli a fronte di un medesimo rischio oggettivo. La finanza comportamentale offre al proposito importanti spunti di riflessione, segnalando come i processi decisionali dei singoli siano un misto di razionalità ed emotività. Solo dando il giusto peso ad entrambe queste componenti si comprendono gli errori che possono distorcere in modo significativo le scelte di investimento determinando, ad esempio, una scarsa diversificazione o un'eccessiva movimentazione dei portafogli, con conseguenze negative che per alcuni individui possono avere carattere irreversibile. L'educazione finanziaria argina buona parte delle problematiche che possono venire in essere, limitando le inefficienze. La CONSOB ha un ruolo cruciale poiché ha il potere di elaborare piani e strategie a lungo termine per sviluppare e coordinare le iniziative di *investor education*. Questa *authority* per la vigilanza nei mercati finanziari, che come si è visto nasce nel 1974⁹⁵, ha un triplice mandato⁹⁶:

1. Verificare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria.

⁹³ Sembra prefigurarsi un ossimoro. Da un lato l'*agere* delle autorità e dei regolatori devono essere dei cosmetici che non stravolgono la natura dei rapporti, ma quelli non possono transigere sulle regole a tutela dei consumatori, nell'interesse pubblico.

⁹⁴ Conti V., *Intervento di Apertura*, in CONSOB, *La Finanza Comportamentale e le Scelte di Investimento dei Risparmiatori. Le implicazioni per gli Intermediari e le Autorità*, Atti del Convegno CONSOB-LUISS, 2010, CONSOB Quaderni di Finanza n. 68, 2011.

⁹⁵ Legge 7 giugno 1974, n. 216: "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari".

⁹⁶ Dal sito CONSOB <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consob>.

2. Vigilare per prevenire e, ove occorra, sanzionare eventuali comportamenti scorretti; esercita i poteri attribuiti dalla legge affinché siano messe a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli⁹⁷.
 - a. Regolamentare la prestazione dei servizi e delle attività di investimento da parte degli intermediari, gli obblighi informativi delle società quotate nei mercati regolamentati e le operazioni di appello al pubblico risparmio;
 - b. Autorizzare i prospetti relativi alle offerte pubbliche di vendita e i documenti d'offerta concernenti offerte pubbliche di acquisto, l'esercizio dei mercati regolamentati nonché le iscrizioni agli Albi delle imprese di investimento;
 - c. Controllare dati e notizie fornite al mercato dagli emittenti quotati e dai soggetti che fanno appello al pubblico risparmio con l'obiettivo di assicurare un'adeguata e trasparente informativa;
 - d. Comunicare con gli operatori e il pubblico degli investitori per un più efficace svolgimento dei suoi compiti e per lo sviluppo della cultura finanziaria dei risparmiatori;
3. Operare per garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando la qualità dei prezzi nonché l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi sui mercati regolamentati.
 - a. Collaborare con le altre Autorità nazionali e con gli organismi internazionali preposti all'organizzazione e al funzionamento dei mercati finanziari.

Inoltre, essa può portare a termine questi obiettivi attraverso molteplici strumenti, comprendenti:

- La Relazione annuale, ovvero una relazione sull'attività fino a qual momento svolta, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che si prospetta di seguire, redatta annualmente ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 216/74;
- Il Bollettino, che riporta i testi dei provvedimenti e delle decisioni adottati dalla CONSOB, nonché degli atti di altre autorità relativi a soggetti sottoposti a vigilanza;
- Il Piano Strategico, che definisce gli obiettivi che la Commissione ritiene prioritari al fine di rispondere ai cambiamenti dello scenario economico e del quadro normativo che possono incidere sul conseguimento dei fini istituzionali riconducibili, da ultimo, alla protezione dei risparmiatori;
- Studi e ricerche (che comprendono: Quaderni di finanza, *Discussion papers*, Quaderni giuridici e *Position papers*);
- Notifica da "CONSOB informa";

⁹⁷ Si ricorda che per quanto riguarda le SIM, le SGR, le SICAV e le SICAF, il Testo unico della finanza assegna alla Banca d'Italia compiti di vigilanza per il contenimento del rischio, la stabilità e la sana e prudente gestione; mentre la CONSOB è competente per la trasparenza e la correttezza dei loro comportamenti che concerne i prodotti di investimento.

- Statistiche e analisi (ivi comprese: *Risk outlook*, Bollettino statistico, Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane) sono delle utili collane e rubriche per tenersi aggiornati sui lavori di ricerca, su approfondimenti e orientamenti, su modifiche regolamentari e approcci di vigilanza.

1.3.2 Sviluppi Dottrinali di *Investor Education*

Il livello di *protection* deve essere bilanciato dal libero arbitrio degli individui, anche se questo significa accettare con le scelte tutti gli errori che possono essere commessi prima, durante e dopo il processo decisionale. A tal proposito di particolare interesse nell'ambito delle regole di condotta degli intermediari è la normativa relativa all'adeguatezza ed appropriatezza dell'operazione. Le innovazioni della MiFID II, i cui effetti sono quasi esclusivamente di emanazione europea e vengono percepiti successivamente a livello nazionale con l'applicazione delle direttive e dei regolamenti, cercano di garantire un maggior livello di tutela degli investitori. Si ridimensiona il ruolo dell'intermediario che non opera più scelte sostitutive del cliente e si prevede un affiancamento al cliente maggiormente orientato ad una partecipazione attiva nelle scelte (fornire informazioni, chiarire i propri obiettivi di investimento). La dottrina europea ha fatto in modo di integrare in sé aspetti interdisciplinari delle scienze giuridiche, economiche e sociali, quali la psicologia. Il razocinio mancato e l'incertezza in cui operano i risparmiatori-investitori ha indotto il regolatore dei mercati e dei soggetti ivi operanti a limitare il manifestarsi di asimmetrie informative, speculazioni e sbilanciamenti contrattuali. L'interazione tra le scienze in esame, che verranno approfondite nel seguito, è la nuova frontiera per operare una regolazione il più vicina possibile alla realtà. La tendenza è di rendere il rapporto intermediario-cliente più fluido e "naturale" possibile. L'*investor education* e complementariamente le strategie di *product intervention* (che prevede per esempio alcune riserve sul tipo di investitore che può usufruire di certi prodotti) e di *nudging*, assolvono perfettamente questo compito. Dopo la crisi della finanza globalizzata, con cui si sono messe in luce le debolezze degli investitori ma anche del sistema finanziario, si è dovuto procedere a individuare dei correttivi, a livello normativo e di vigilanza, alle distorsioni più rilevanti: la consulenza ai clienti *retail*, la segmentazione dei clienti a seconda delle loro attitudini psicologiche, l'ampliamento del concetto di trasparenza, la disciplina degli strumenti finanziari più complessi sono tutti modi per indirizzare i risparmiatori verso scelte più consapevoli. Come si è osservato⁹⁸, la soluzione della finanza comportamentale come intervento di regolazione è ideale per impedire i processi distorsivi del mercato senza eccedere nel dirigismo. A ben vedere però finora si è prevalentemente lasciato che le Autorità di vigilanza limitassero *ex-ante* l'offerta di prodotti particolarmente complessi quando anche opachi a clienti con basso profilo di rischio e massimizassero il set informativo necessitato per il tipo di operazione che da intraprendere; ciò detto allora si evidenzia come anche questo filone teorico della *behavioral law and*

⁹⁸ Cfr. Righini E., *Behavioural Law and Economics. Problemi di Policy, Assetti Normativi e di Vigilanza*, Franco Angeli (Roma), 2012.

economics sembra aderire alla teoria dell'efficienza dei mercati⁹⁹ dal momento che alla fine è sempre il mercato a decretare l'opportunità dell'offerta di un certo titolo e non l'autorità. La vera novità sta però nell'inserire gli aspetti psicologici e cognitivi al momento dell'ideazione e dell'implementazione di soluzioni normative alle inefficienze, a volte anche alle ingiustizie, dei mercati. Infatti: *the key question is not whether the government is preferable to the market as an allocator of capital and resources. In that contest, the market wins, hands down. The question is whether the government can, by properly applying the right tools, enable securities markets to be more efficient than they would be without governmental assistance*¹⁰⁰.

In realtà, l'educare il consumatore non è un'idea nuova nell'ordinamento finanziario italiano, si pensi per esempio al Codice del Consumo (art. 4) e la tutela consumeristica della Costituzione, che promuovono il diritto all'educazione come diritto fondamentale¹⁰¹, tanto che "il diritto all'educazione del consumatore, nella logica sequenziale che ha ispirato il criterio della riaggregazione 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"¹⁰². Il collocare l'educazione finanziaria tra le voci delle fonti normative primarie o quelle fondamentali evidenzia come si voglia promuovere un livello economico di base e costruire forme di auto-tutela per i consumatori, in modo da trasformarli in soggetti coscienti e consapevoli delle conseguenze delle proprie scelte¹⁰³. Il rinnovato interesse della disciplina in esame lo si deve alla volontà del regolatore di garantire una partecipazione attiva dell'investitore nel prendere decisioni economico-finanziarie e di promuovere il formarsi di un pensiero critico, per scegliere tra i prodotti offerti con cognizione di causa. I cittadini, a prescindere dal fatto che rivestano o meno la qualifica di consumatore, nell'ambito del fenomeno dell'Educazione finanziaria, vengono tutti presi in considerazione in quanto utenti, attuali o potenziali, dei servizi finanziari¹⁰⁴.

In conclusione, le regole sono sicuramente state elaborate e rese note; in particolare si è capito che le regole di condotta sulla prestazione dei servizi di investimento si modificano in relazione con le variazioni della realtà, della finanziarizzazione dell'economia e della globalizzazione dei mercati finanziari, a cui si assiste oggi. Le imprese hanno iniziato a emanare titoli azionari e obbligazionari secondo le regole e i clienti ad acquistare questi prodotti. Tuttavia i clienti stentano ancora a tenere debito conto dei cambiamenti del *framework* reddito-volatilità. La finanziarizzazione dell'economia ha fatto sì che:

- Gli intermediari intrattengano rapporti con clienti eterogenei per grado di consapevolezza.

⁹⁹ Cit. Righini E., *Behavioural Law and Economics. Problemi di Policy, Assetti Normativi e di Vigilanza*, Franco Angeli (Roma), 2012.

¹⁰⁰ Cit. Prentice R. A., *The Economic Value of the Securities Regulation*, *Cardozo Law Review*, 28, p. 333, 2006.

¹⁰¹ Cfr. Paracampo M.T., *Educazione Finanziaria e Protezione dei Risparmiatori: Miti e Realtà*, *Analisi giuridica dell'economia*, 2010.

¹⁰² Cit. Paracampo, *Il Ruolo dell'Educazione Finanziaria nella Recente Disciplina del Mercato Finanziario*, *dirittobancario.it*, 6, 2011.

¹⁰³ Cfr. Paracampo, *op. cit.*, p. 5.

¹⁰⁴ Cfr. nota *supra*.

- Sia stata data una fiducia eccessiva agli intermediari da parte dei clienti; questo sicuramente almeno fino al 2007 quando le operazioni di investimento hanno cominciato ad essere calibrate al profilo del cliente stesso.
- Vi fossero molti elementi soggettivi piuttosto che normativi (oggettivi) per l'onere delle responsabilità del consulente.

I principi di tutela e di *need for protection* nati a causa in gran parte delle asimmetrie informative sono in gran parte applicati con maggior chiarezza e attenzione nell'interesse del cliente (di cui ci si deve prendere cura) e per garantire l'integrità dei mercati. La "finanza comportamentale" ha spiegato i limiti del suo comportamento, attingendo dalla teoria e dall'evidenza della psicologia cognitiva (ossia lo studio dei processi di elaborazione delle informazioni); parallelamente l'*investor education* traccia un sentiero nella finanza comportamentale che dà indicazioni di policy appoggiandosi anch'essa a discipline sociali e medico-scientifiche¹⁰⁵. Ne segue che "l'educazione 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 perché capace di percepirne benefici e costi, così da tradurre la capacità di scelta come capacità di giudizio"¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Come la psicometria, la tecnica per misurare a psicologia, che aiuta a quantificare psico-fisici delle scelte di investimento.

¹⁰⁶ Cit. Paracampo, *Il Ruolo dell'Educazione Finanziaria nella Recente Disciplina del Mercato Finanziario*, *dirittobancario.it*, 6, 2011.

CAPITOLO SECONDO – Finanza Comportamentale

There is nothing so disastrous as a rational investment policy in an irrational world

John Maynard Keynes

Questo capitolo intende esplorare la storia della finanza comportamentale, a partire dalle prime pubblicazioni che in seno alla psicologia cercavano di analizzare il comportamento dei consumatori su diversi tipi di mercati. Il punto di vista che si intende approfondire è quello dell'investitore e del processo di investimento, "indipendente" o mediato da terze parti esecutive, come la figura del consulente.

2.1 Origine e Sviluppi della Finanza Comportamentale

Per finanza comportamentale (in ingl. *behavioral finance*) si intende lo studio dell'influenza della psicologia sul comportamento dell'individuo e dei conseguenti effetti sul mercato. Si tratta di una branca della finanza che coniuga aspetti di psicologia cognitiva e teorie finanziarie. Con un approccio molto lontano dall'*homo oeconomicus*, si cerca di spiegare le anomalie dei mercati finanziari, prendendo in considerazione la mente degli attori economici, analizzando il comportamento delle persone quando sono poste di fronte a scelte economiche e finanziarie, quali consumo e risparmio. Negli anni novanta, i termini *behavioral finance* e *behavioral economics* hanno cominciato ad apparire sistematicamente negli studi accademici, nelle riviste del settore finanziario e anche nei semplici quotidiani. Il fondamento della finanza comportamentale, tuttavia, può rintracciarsi molti secoli prima, quando nel seicento scoppiò la bolla speculativa dei tulipani, dove già i primi osservatori notarono lo stretto legame tra investimenti e psicologia dell'investitore. Il processo decisionale dell'investitore incorpora insieme aspetti oggettivi (quantitativi) e soggettivi (qualitativi), specificatamente al prodotto di investimento o al servizio finanziario. L'*investor behavior* esamina i fattori cognitivi, invero i processi mentali e affettivi - emozionali che i *traders*, o più semplicemente gli individui, generano durante la programmazione finanziaria. Il più grande punto di forza della finanza comportamentale è l'interdisciplinarietà, dal momento che spazia dall'antropologia al marketing, dalla sociologia alla finanza, dalla psicologia all'economia¹⁰⁷. Riversa in sé lo studio scientifico del comportamento e dei processi mentali, lo studio del comportamento sociale, individuale e di gruppo e la disciplina della produzione, dell'allocazione, e della gestione di risorse (problemi di ottimizzazione). La finanza viene d'ora innanzi letta sotto una lente comportamentale, in cui l'uomo che segue regole empiriche del tutto originali che si trasformano al limite in trappole comportamentali, può produrre dei *bias*¹⁰⁸, degli errori anche molto costosi nel mercato. Si è quindi

¹⁰⁷ Cfr. Ricciardi V. e Simon H. K., *What is Behavioral Finance?*, Business, Education and Technology Journal, 2000.

¹⁰⁸ Con questo termine in psicologia (assume infatti un altro significato per esempio nelle scienze statistiche) si intende una sorta di pregiudizio, una predisposizione a commettere errori cognitivi. Nella finanza comportamentale è cruciale distinguere tra *bias* "indipendenti" e *bias* che invece derivano dalle euristiche dell'agente. Il processo di *decision making* è costellato da errori che si possono commettere; non bastano schemi, mappe, filtri (qui una breve rassegna sul *debiasing* non solo finanziario <http://www.prioritysystem.com/reasons1d.html>) per rendere la decisione finale perfetta e scevra da errori. Questa era l'illusione dei modelli economici a razionalità perfetta.

affermata l'esigenza di capire come il comportamento influenza le decisioni di natura finanziaria e regolare dove non è possibile disinnescare le trappole comportamentali: questo è lo scopo ultimo di questa disciplina.

Le prime produzioni letterarie in merito risalgono alla fine dell'ottocento con il lavoro sulla psicologia sociale di Le Bon (1896), *The Crowd: A Study of the Popular Mind*. Invece Selden (1912) scrive *Psychology of the Stock Market*, analizzando i movimenti dei prezzi dei cambi e osservando come questi dipendevano in buona parte anche dall'attitudine mentale e dai comportamenti di investitori e *traders*. È solo nel 1956 che lo psicologo Leon Festinger introduce insieme ai colleghi Riecken e Schachter un concetto rivoluzionario per la psicologia sociale, la dissonanza cognitiva: quando due informazioni sono contemporaneamente incoerenti nasce uno stato di dissonanza cognitiva, che viene contrastato cambiando le loro credenze sulle cognizioni. Seguono molti altri studi che cercano di indagare come gli individui agiscono nella realtà, ma la vera svolta avviene nel 1973-1974 con Tversky e Kahneman che individuano degli atteggiamenti a cui l'uomo ricorre per semplificare artificialmente i problemi complessi e prendere decisioni soddisfacenti: le euristiche (letteralmente scorciatoie mentali). Nel famoso articolo del 1979, in cui viene presentata la Teoria del Prospetto, Kahneman e Tversky enfatizzano l'attitudine degli individui a modificare perdite, guadagni e probabilità quando scelgono tra alternative, nel senso che sono legate a una "funzione valore", definita dalle deviazioni da un punto di riferimento (diverso per ciascuno), tipicamente di forma concava per il dominio dei guadagni e convessa per il dominio delle perdite¹⁰⁹. Nel corso dei loro studi, che valsero a Kahneman il premio Nobel nel 2002, individuarono una serie di scorciatoie mentali molto comuni: l'euristica della disponibilità, quella della rappresentatività, dell'ancoraggio, l'effetto *framing* (1981). Si parlerà di ognuna di queste e di molte altre più avanti nel corso della discussione. Nell'ultimo ventennio del novecento lo studio della finanza aziendale e dei mercati finanziari porta Werner F. M. De Bondt e Richard Thaler a pubblicare *Does the stock market overreact?* in *The Journal of Finance* (De Bondt e Thaler, 1985), che danno ufficialmente il nome alla finanza comportamentale. Questi scoprono che le persone sistematicamente reagiscono più che proporzionalmente a eventi inattesi e gravi e che tendono a sviluppare un così detto *mental accounting*, cioè un *set* di operazioni astratte che i decisori economici (famiglie e più in particolare gli individui) usano per organizzare, valutare e tracciare le attività finanziarie. Anche Tversky e Kahneman (1986) sono concordi nel ritenere che il *framework* della finanza classica sia obsoleto e cercano di ampliare la sfera della finanza con la psicologia cognitiva. Dopo tante considerazioni teoriche, Samuelson e Zeckhauser (1988) conducono un esperimento sul *decision-making* ma la teoria non è ancora sufficientemente "limata" da dare risultati soddisfacenti per l'argomento di indagine, quale la verifica delle euristiche. Solo nel 1990 Kahneman, Knetsch e Thaler (1990) riportano numerosi esperimenti che dimostrano che l'avversione alle perdite e l'effetto dotazione, due altre euristiche del comportamento, non solo si verificano sistematicamente ma ricoprono anche un ruolo fondamentale nelle preferenze umane. Nel corso degli anni, psicologi ed economisti si sono avvicinati a pubblicare le loro ricerche di finanza comportamentale. Plous (1993) pubblica *The Psychology*

¹⁰⁹ Date queste proprietà della funzione, le persone sono avverse al rischio se guadagnano e amanti del rischio se stanno perdendo soldi. Gli autori hanno inoltre evidenziato che il dispiacere per una perdita è maggiore del piacere per un guadagno.

of Judgment and Decision Making con cui evidenzia gli aspetti cruciali del processo di decisione. Allo stesso tempo lo studio delle euristiche e dei *bias* di giudizio sono stati criticati in diverse occasioni da Gigerenzer, un altro esimio studioso che era solito dire che i numeri opportunamente torturati possono dire qualunque cosa, e da Fama (1998) che difende l'ipotesi di mercato efficiente per cui la reazione dei prezzi alle informazioni in possesso degli investitori non si lega alle euristiche. La risposta della letteratura ormai divenuta maggioritaria è univoca e un numero sempre più crescente di accademici e non si interessa alla componente emotiva ed emozionale degli agenti, per le quali continuano a trovarsi evidenze¹¹⁰. Le evidenze empiriche fino a quel momento ottenute sono sintetizzate nel lavoro di Thaler (1999), in cui sottolinea come il *mental accounting* sia fondamentale nel processo decisionale di ogni individuo. Un'altra opera di sintesi dei lavori condotti venne scritta da Gigerenzer, Todd e dal ABC Research Group nel 1999, dal titolo *Simple Heuristics That Make Us Smart*, un libro appunto sulle euristiche enucleate dagli studiosi del secolo scorso. Sempre nello stesso anno Veronesi presenta un modello di equilibrio per i prezzi delle azioni basato sulle aspettative razionali ma dinamiche, in cui i prezzi erano sovrastimati per cattive notizie in periodi fecondi e sottostimati in periodi di contrazione. Questo implicherebbe una correlazione negativa tra rischio e rendimento percepiti. Slovic (2000), asserisce che "*risk is inherently subjective*", il rischio è dipendente dal contesto e indistinguibile da un processo di assunzioni e giudizi. Secondo questo autori gli individui concettualizzano il rischio in diversi modi e possono usare una o più di queste misure allo stesso tempo. Finucane *et al.* (2000) concludono al riguardo che il fenomeno era dovuto all'effetto dell'euristica per cui si tende a valutare rischi e benefici a partire da una fonte comune. Contemporaneamente Shleifer (2000) pubblica *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, un testo che confronta finanza comportamentale e ipotesi di mercati efficienti e Starmer (2000) fa una *review* delle alternative possibili alla Teoria dell'Utilità Attesa. Ancora nel 2000, in *Irrational Exuberance*, Robert J. Shiller prima e Kahneman e Tversky (2000) dopo in *Choices, Values, and Frames*, viene presentata una rassegna delle evidenze sperimentali dei nuovi modelli di finanza, che considerano l'agente economico non più meramente "razionale". Rabin e Thaler (2001) considerano l'avversione al rischio e dichiarano ufficialmente passate le ipotesi e lo strumentario dell'utilità attesa. Loewenstein *et al.* (2001), affermano che il processo decisionale in condizioni di incertezza non si basa solamente sul binomio mente razionale-cognitiva, ma anche sulla risposta emotiva (al rischio per esempio). Wuesti, Grinblatt e Keloharju (2001) identificano le determinanti del comprare e vendere le attività nei rendimenti passati, nella presenza di un prezzo di riferimento, nella vendita *tax-loss* e nella riluttanza degli investitori ad ammettere che le perdite sono parte del *trading* sul mercato. Per questo, Barberis e Huang (2001) comparano due forme di *mental accounting*, lo *stock accounting* (basato sulla ricchezza in possesso) e il *portfolio accounting* (che si concentra sui rendimenti futuri). Nel 2001, Gigerenzer and Selten, in *Bounded Rationality: The Adaptive Toolbox*,

¹¹⁰ Odean (1998) testò per esempio l'evidenza e trovò evidenza dell'effetto disposizione. Daniel, Hirshleifer e Subrahmanyam (1998) proposero una teoria per cui l'*overconfidence* delle informazioni e la self-attribution (che causa una variazione nel livello di fiducia dell'investitore a seconda dei risultati) conducono a *under-* and *overreactions* del mercato. Ancora Camerer e Lovallo (1999) analizzarono sperimentalmente l'ottimismo che spingeva eccessivamente a entrare nei mercati finanziari. Infine Wermers nel 1999 studiò l'*herding behavior*, riscontrando anch'egli evidenza empirica per questo atteggiamento *biased*.

raccogliono tutti i *paper* in cui si promuove e si verifica la Teoria della Razionalità Limitata (*bounded rationality*), che dovrebbe essere interpretata come il vero modo di prendere decisione a dire di questi autori. Il testo usa in concetto di “*adaptive toolbox*”, un repertorio di regole pronte all’uso per prendere decisioni in condizioni di incertezza. Gilovich, Griffin e Kahneman (2002) pubblicano *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, un libro in cui compaiono tutte le ricerche su euristiche e *bias* dal 1982 al 2002. Essi identificano sei euristiche generali (*affect* – che rimpiazza *anchoring* e *adjustment*, analizzata tra gli altri da Slovic, *et al.* (2002), *availability*, *causality*, *fluency*, *similarity* and *surprise*) e sei euristiche particolari (*attribution*, *substitution* – che sostituiscono la *representativeness*, *outrage*, *prototype*, *recognition*, *choosing by liking* and *choosing by default*). Weber e Siebenmorgen (2005) accertano invece l’impatto del tipo di presentazione dell’informazione sulle aspettative dell’investitore tipo in merito a rischio, rendimenti e volatilità; essi dimostrarono che il rischio percepito, che guida la scelta degli *asset*, non coincide con la volatilità attesa. L’importanza del modo di presentare i dati rileva anche per i dati sulle performance passate (per esempio, presentarli in istogramma o con ‘indice dei prezzi’) è confermata tra gli altri da Diacon and Hasseldine (2005).

Con l’affinarsi delle teorie e degli esperimenti, la finanza comportamentale si sofisticava e arriva a porsi nuove domande di grande rilievo scientifico, come se al momento della decisione economica rilevano differenze di genere, di età, di provenienza (Weber e Hsee, 1998), sullo stato civile, del livello di educazione in generale e del livello di educazione finanziaria (*financial knowledge* e *expertise*). Per esempio, gli studiosi¹¹¹ stabiliscono in un primo momento che gli uomini tendono a essere più *overconfident* delle donne e quindi tendono a movimentare troppo il portafoglio beni in loro possesso, esponendosi a maggiori rischi¹¹². Tuttavia la questione risulta molto controversa¹¹³ proprio perché esistono innumerevoli altri fattori determinanti e ciascuno con altrettante variazioni possibili. Inoltre negli stessi anni altri studiosi approfondivano gli aspetti tecnici “laboratoriali” del settaggio degli esperimenti. Holt e Laury (2002) condussero un esperimento per verificare se ci fossero differenze di risultato qualora i soggetti sperimentali in base all’esito della lotteria che sceglievano fossero stati remunerati, avessero cioè ricevuto incentivi reali. Simili analisi sono state oggetto di interesse per Barberis e Thaler (2003).

2.2 La Finanza Comportamentale e i Modelli Comportamentistici nel Diritto

Come si è visto la teoria della finanza classica mette in primo piano il fatto che gli individui operino scelte avendo già acquisito e processato, secondo leggi probabilistiche, tutto il *set* informativo su mercati, emittenti, intermediari e prodotti (razionalità delle percezioni), avendo preferenze stabili e coerenti (razionalità delle preferenze) e potendo contare su un processo cognitivo di ottimizzazione delle risorse dati i vincoli di mercato

¹¹¹ Per una letteratura molto dettagliata sulle differenze di genere si veda Ricciardi V., *The Financial Psychology of Worry and Women*, SSRN Behavioral and Experimental Financial Journal, 2008.

¹¹² Cfr. Barber e Odean (2001), secondo i cui risultati gli uomini effettuavano transazioni 45% volte di più delle donne, riducendo i loro rendimenti.

¹¹³ Cfr. Ricciardi V., *The Financial Psychology of Worry and Women*, SSRN Behavioral and Experimental Financial Journal, 2008.

(razionalità del processo)¹¹⁴. Questo paradigma della razionalità è stato alla base dell'economia classica ed è ancora prevalente per lo studio di alcune branche dell'economia. Ha dato vita alla *Efficient Market Hypothesis* (EHM)¹¹⁵, l'ipotesi dei mercati efficienti utile nella teoria della finanza per quanto però poco realistica. La teoria dei mercati efficienti è stata utilizzata anche per la formulazione delle teorie sulle scelte in condizioni di incertezza. Per esempio secondo la Teoria dell'Utilità Attesa¹¹⁶, i soggetti economici scelgono tra le alternative possibili quella con il livello di utilità attesa maggiore: si ponderano le utilità derivanti da tutte le scelte con la probabilità che essa si verifichi e poi si sceglie quale ha il livello relativamente più alto.

Tuttavia prima studi empirici nell'ambito della psicologia e poi studi teorici e sperimentali di finanza comportamentale hanno dimostrato come le ipotesi di razionalità siano un'astrazione accademica. Gli individui non si conformano ad un comportamento razionale ma sono sistematicamente influenzati da errori di preferenze e di ragionamento¹¹⁷. Nonostante tali "errori" siano incompatibili con il paradigma classico della razionalità delle scelte, essi sono tuttavia tipici, frequenti e spesso prevedibili, in quanto in gran parte conseguenti a vincoli biologici e cognitivi dell'essere umano¹¹⁸. In letteratura questi scostamenti sono stati classificati come "euristiche" (*i.e.* scorciatoie mentali), con cui il decisore semplifica problemi di ottimizzazione complessa (per esempio, massimizzazione dei benefici, minimizzazione dei costi) nel caso di informazione incompleta e di *bias* (intesi come pregiudizi sulle decisioni) emotivi e/o precettivi (se ne approfondirà la conoscenza nel capitolo 3).

Come spesso accade anche nella compagine giuridica ogni dato e informazione è soggetto all'interpretazione e, prima, alla prospettiva del "mittente" e del "ricevente". L'interpretazione non prescinde mai dalla personalità dei soggetti¹¹⁹. Da qui l'importanza di recepire proprio nell'apparato di regolazione in materia finanziaria le nozioni della finanza comportamentale. Tradizionalmente la prima sede di destinazione è stato il diritto privato, tramite cui si mirava a eliminare o quantomeno ridurre le disparità informative e la predominanza di una delle parti contrattuali¹²⁰. In materia bancaria e finanziaria, in generale nel contratto tra

¹¹⁴ La vasta produzione letteraria in merito viene efficacemente sintetizzata in Linciano N., *Finanza Comportamentale, Scelte di Investimento e Implicazioni per la Vigilanza*, slide CONSOB, 2013 e in Gentile M., Linciano N., Lucarelli C. e Soccorso S., *Financial Disclosure, Risk Perception And Investment Choices. Evidence From A Consumer Testing Exercise*, Quaderni CONSOB n. 82, 2015. In quest'ultimo lavoro gli autori si focalizzano su un test da sottoporre ai consumatori in modo da investigare l'impatto delle informazioni finanziaria a disposizione sulla percezione del rischio e sulle decisioni di investimento.

¹¹⁵ E. F. Fama nella seconda metà del novecento si avvale di questa ipotesi per il suo lavoro *Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*, in *Journal of Finance*, 1970.

¹¹⁶ La Teoria dell'Utilità Attesa è stata così "battezzata" per la prima volta da Von Neumann e Morgenstern (Von Neumann J. e Morgenstern O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press (Princeton), 1944).

¹¹⁷ A tal proposito, su tutti cfr. Motterlini M. e Guala F., *Economia cognitiva e sperimentale*, Università Bocconi Editore (Milano), 2005; Kahneman D., Slovic P. e Tversky A., *Judgment Under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge University Press (Cambridge), 1982; Kahneman D. e Tversky A., *Choices, Values and Frames*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000; Kahneman D., *Heuristics and Biases. The psychology of intuitive judgment*, Cambridge University Press (Cambridge), 2001. Per evidenziare in particolare lo scostamento del comportamento concreto degli investitori rispetto al paradigma neoclassico cfr. Simon H.A., *Model of Bounded Rationality*, I-II, Mit Press (Cambridge (MA)), 1982; Id., *Scienza Economica e Comportamento Razionale*, trad. it. Edizioni di Comunità (Torino), 2000.

¹¹⁸ Cfr. Morera U. e Marchisio E., *Finanza, Mercati e Regole... ma Soprattutto Persone*, cit., *Analisi Giuridica dell'economia*, 2012.

¹¹⁹ Il processo conoscitivo è influenzato da inevitabili pregiudizi che ne condizionano portata ed estensione. In ambito economico, tra i diversi, cfr. Guala F., *Filosofia dell'Economia. Modelli, Casualità, Previsione*, Il Mulino (Bologna), 2006. In tema di euristiche e bias cfr. M. Piattelli Palmarini, *L'illusione di Sapere*, Mondadori (Milano), 1985.

¹²⁰ Si rinvia sul tema a Marchisio E., *Sulle "Funzioni" del Diritto Privato nella Costituzione Economica fascista*, Macerata, CEUM, 2007, anche in <http://archiviodigitale.unimc.it/bitstream/10123/523/1/Marchisio.pdf>, *passim*.

consumatori l'impianto innovativo della *behavioral finance* non è stato subito integrato appieno in quanto bisognava preventivamente "escogitare" dei modi che garantissero contemporaneamente il corretto funzionamento del contratto tra le parti, dell'efficienza e della sicurezza sistemica di mercato. Le disfunzioni evidenziate dalla finanza comportamentale incidono a tal punto nel creare una asimmetria tra le parti del rapporto di investimento (cliente-intermediario, nonostante anche questo ultimo sia soggetto, seppure in misura diversa, ad euristiche e *bias*), da mettere a rischio il corretto funzionamento dei mercati dei capitali, soprattutto in presenza di bolle speculative¹²¹. Gli sforzi del regolatore dovrebbero bilanciare l'esigenza di protezione del consumatore di prodotti e servizi finanziari, fornendo assistenza se le scelte sono operate in prima persona (non tralasciando il libero arbitrio e la responsabilità della scelta) e tutela se le scelte dipendono da terzi, cercando di contenere il *moral hazard* (i.e. quando l'investitore intraprende comportamenti rischiosi poiché i costi associati ad uno scenario negativo sono in carico agli operatori, al mercato, alla collettività).

La normativa in essere tiene conto dei diversi gradi di "irrazionalità" degli agenti che sicuramente non li rende dal punto di vista giuridico-tecnico incapaci di provvedere ai propri interessi¹²² o di intendere e volere¹²³, pur presentando un perturbamento delle facoltà intellettive o volitive tale da impedire un serio controllo del proprio comportamento e la formazione di una cosciente volontà¹²⁴. L'irrazionalità così come la si è descritta è fisiologica, connaturata all'investitore senza che il contratto implichi errore, violenza o dolo. Tuttavia è necessario considerare anche i casi in cui il comportamento sia un "fatto colposo del creditore" che concorre a cagionare il danno. Allora secondo l'*ex art.* 1227, comma 1, c.c., si può determinare la diminuzione del risarcimento secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate. Per l'applicazione della disposizione è necessario che si configuri un comportamento (commissivo ovvero omissivo) del danneggiato; comportamento che abbia poi un'efficienza causale concorrente (non esclusiva) con la condotta del danneggiante sulla produzione dell'evento dannoso e che sia qualificato dall'elemento soggettivo della colpa¹²⁵. Inoltre sulla durata del rapporto investitore-intermediario, il fatto colposo del danneggiato potrebbe realizzarsi sia in un comportamento *antecedente* al fatto illecito, purché naturalmente legato da nesso eziologico con l'evento medesimo¹²⁶ (e.g. colpa durante la compilazione del "profilo di rischio"), sia *successivo* al fatto. Allo stesso tempo, si deve considerare valido per l'intermediario un generale "obbligo di protezione" verso il cliente, fino a rimediare all'irrazionalità di quest'ultimo.

2.2.1 Psicologia della Decisione

¹²¹ Cfr. Morera U. e Marchisio E., *Finanza, Mercati e Regole... ma Soprattutto Persone*, cit. p. 16 Analisi Giuridica dell'Economia, 2012.

¹²² Cfr. *ex artt.* 414, 415 e *ex art.* 404 c.c.

¹²³ Cfr. *ex art.* 424 c.c.

¹²⁴ Così Trib. Roma, 6 marzo 2009. Cfr. altresì Cass. n. 5159/2004, 7485/2003.

¹²⁵ Cfr. Cantillo M., Tr. Bigiavi, p. 833, cit. in Morera U. e Marchisio E., *Finanza, Mercati e Regole... ma Soprattutto Persone*, Analisi Giuridica dell'economia, 2012.

¹²⁶ Cfr. 52 Cass. 18 maggio 1979, n. 2861, *Giust. Civ, Rep.*, 1979, voce Danni, n. 20.

Come si evince dagli studi di finanza comportamentale, le scelte di investimento degli individui possono dirsi definitivamente influenzate dal rischio percepito piuttosto che da quello oggettivamente misurato. Ma come è percepito il rischio dipende da *bias* comportamentali, fattori sociali e ovviamente qualità e quantità delle informazioni in possesso del soggetto¹²⁷. Esiste un forte legame tra la rappresentazione dell'informazione, la configurazione del rischio e le scelte di investimento dove l'informazione è il *driver* principale. È qui infatti che l'educazione finanziaria gioca il ruolo più importante e maggioritario. Numerosi studi sul comportamento dimostrano che le decisioni finanziarie sono strettamente correlate al *framing*, al contesto e al modo in cui le informazioni finanziarie sono fornite. Su questa cornice di informazioni come già detto incidono profondamente le euristiche, il livello di (in)formazione finanziaria (*financial literacy*) e l'emotività. Il dibattito accademico e istituzionale che ne è derivato è di notevole interesse. I regolatori hanno preso coscienza del fatto che una *disclosure* delle informazioni opportunamente ponderata è il primo passo per sostituire l'ipotesi di razionalità con il comportamento reale degli individui¹²⁸. Un numero sempre crescente di istituzioni a livello nazionale e sovra-nazionale ha cominciato a integrare nei loro processi regolatori e di vigilanza l'approccio dell'economia comportamentale¹²⁹. Questo testimonia una profonda presa di coscienza sull'importanza della psicologia umana anche nelle decisioni più tecniche e analitiche come le scelte di investimento, per le quali è socialmente ottimo avere vicino una guida come quella delle Autorità nazionali. L'obiettivo dei progetti che vanno in questa direzione è di migliorare il processo decisionale del consumatore. Attraverso semplici test e analisi si può indagare su molti aspetti chiave del processo di investimento. Si è riscontrato infatti che tra le altre questioni, impera un'inadeguata conoscenza dei prodotti finanziari, dai più semplici ai più strutturati, dovuta a *bias* comportamentali e che non possono essere corretti fornendo solo informazioni in più. Per soddisfare gli obiettivi di ricerca, si è pensato di disegnare un metodo quantitativo (la psicometria¹³⁰) e qualitativo a più stadi, che permette di raccogliere dati sulle caratteristiche degli investitori.

2.2.2 Le novità in Letteratura

¹²⁷ Cfr. Gentile M., Linciano N., Lucarelli C., Soccorso P., *Financial Disclosure, Risk Perception and Investment Choices: Evidence From a Consumer Testing Exercise*, CONSOB, Quaderni di finanza n. 82, 2015. Quivi, si analizza la relazione tra rappresentazione delle caratteristiche di uno strumento finanziario, percezione del rischio e propensione agli investimenti, tramite le evidenze raccolte tramite un esercizio di *consumer testing* che ha coinvolto 254 investitori *retail* italiani.

¹²⁸ Il Key Investor Information Document (KID o KII) for per i fondi europei è esattamente un esempio di come la rappresentazione delle caratteristiche di un prodotto finanziario possa fondarsi tutta sulla *financial disclosure* e sull'effettiva condotta dei consumatori. Per ulteriori approfondimenti in merito si consulti Penrose (2008) e Weathers *et al.* (2012).

¹²⁹ Come la Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM), la Financial Conduct Authority (FCA, ex British Financial Services Authority-FSA) e la Australian Securities and Investments Commission (ASIC), per citare gli esempi più virtuosi o l'European Banking Authority (EBA), la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) la European Securities and Markets Authority (ESMA), per citare le istituzioni più vicine. In questo novero non possiamo ancora inserire la compagine italiana. L'Italia è uno dei pochi paesi al mondo privo di una strategia nazionale ufficiale.

¹³⁰ Per l'identificazione della propensione al rischio, per esempio la tecnica consiste nel chiedere a un gruppo di persone di esprimere una valutazione della rischiosità di varie fonti di rischio in riferimento ad una serie di caratteristiche che possono essere usate per descivere i rischi (Slovic, 1987).

La letteratura si è naturalmente evoluta e plasmata sulle nuove assunzioni riguardo i fallaci comportamenti umani. Alcuni autori si sono concentrati nell'enucleare le differenti dimensioni del rischio (probabilità, volatilità, ...); Vlaev *et al.* (2009) hanno sviluppato ad esempio una mappatura del rischio che suggerisce più stabili preferenze per il rischio della semplice avversione. Inoltre sono state sviluppate ancora nuove teorie sostitute o complementari alle teorie precedenti, come la *Cumulative Prospect Theory* (cfr. per esempio Birnbaum 2008) e una teoria “mista”, che unisce la teoria dell'utilità alla *prospect theory*, sviluppata da Harrison e Rutstrom (2009). Wang *et al.* (2011), seguendo il paradigma adottato da Fischhoff *et al.* (1978), mostrano che quando le persone valutano alcune attività più facili da capire (probabilmente perché guidate da un *bias* di familiarità) percepiscono queste attività come meno rischiose.

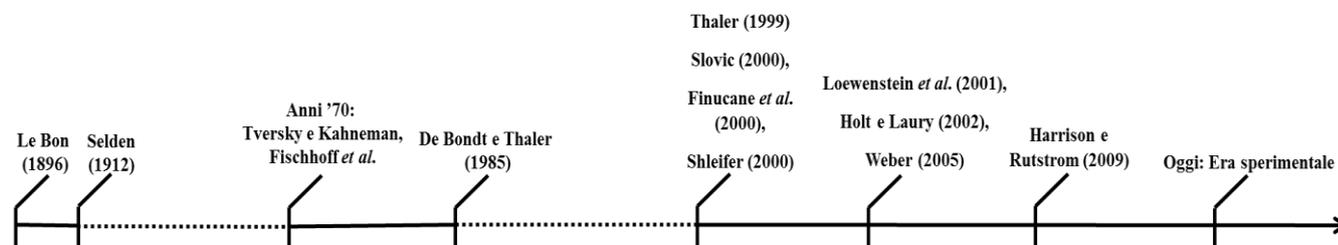
Più di recente, un certo numero di esperimenti ha accertato gli effetti visivi e comportamentali del *framing*, legati a diversi *format* di presentazione (*e.g.* istogrammi o serie storica dei prezzi), aggregazione dei dati e elementi lessicografici. Kaufmann *et al.* (2013) trovano che maggiori allocazioni rischiose sono associate a una minore percezione del rischio, maggiore fiducia negli strumenti finanziari e una stima più bassa della probabilità di una perdita. È evidente che il contesto manipola il modo di servirsi del proprio livello di formazione finanziaria, vale a dire l'ambiente e l'architettura delle scelte possono migliorare con successo la capacità finanziaria degli investitori e cambiare le abitudini di investimento (cfr. Dolan *et al.*, 2012). Negli ultimi anni, sono emersi interessanti punti di vista sui processi di decisione finanziaria degli individui circa l'utilizzo delle neuroscienze e della neurobiologia. Questi esplorano come funziona il cervello, come esso si attiva se sottoposto a determinati stimoli (cfr. Brocas e Carrillo, 2014 e Alós-Ferrer e Strack, 2014).

Alla luce di quanto detto (di cui se ne può apprezzare una sintesi nello Schema 2.1) risulta che la finanza comportamentale e più in generale l'economia comportamentale si sia dotata essenzialmente di tre strumenti: le serie storiche, per prendere atto degli eventi passati, gli esperimenti per analizzare il comportamento in laboratorio degli agenti e infine le simulazioni per esplorare tutti gli scenari decisionali possibili. Attraverso questo strumentario si è oggi arrivati a capire molto su come opera la mente finanziaria, poiché riesce a far emergere i tratti più reconditi della personalità che con una semplice analisi *a posteriori* della decisione presa non si sarebbero potuti evidenziare. La personalità emerge dalle emozioni e queste precedono e seguono la decisione dei soggetti¹³¹.

La teoria finanziaria tradizionale ha a lungo monopolizzato l'analisi dei fenomeni finanziari. Il suo punto di forza, l'ipotesi di razionalità, ha permesso di affrontare i problemi in modo rigoroso. La finanza comportamentale è l'unica valida alternativa, poiché spiega il comportamento reale degli agenti, ma anche professionisti e mercati, errori inclusi. Il progressivo intensificarsi della letteratura innalza questa disciplina a scientifica, in cui il teorico e il *practitioner* dialogano.

Schema 2.1 – *Recap*: sintesi storica delle più importanti tappe evolutive in letteratura

¹³¹ A tal proposito si rimanda all'interessante serie di lezioni de Legrenzi P., *I Soldi in Testa: il Risparmio al Sicuro dalle Emozioni*, Swiss & Global Asset Management Italia, 2012-2015. Qui si richiamano le lezioni n. 64 e 65.



Fonte: elaborazione personale.

2.3 Decisioni Finanziarie Consapevoli e i Fattori Psicologici

In un momento storico quale l'attuale, dove le innumerevoli criticità del sistema finanziario sono dovute in parte al tipo di regole sulla trasparenza tra intermediario e cliente, è necessario approfondire le tecniche conoscitive degli individui, contemperando le esigenze di tutela dell'investitore con gli sviluppi dell'attività di scambio e la prestazione dei servizi di investimento¹³². I tipi di contratti in parola, che sono strutturalmente e intrinsecamente asimmetrici e distorti, elevano il diritto all'informazione a strumento necessario per operare scelte di mercato consapevoli. Il legislatore finanziario, come già detto, utilizza la trasparenza per rendere noto al cliente le clausole del contratto, i meccanismi matematico economici ad esso sottostanti, il piano complessivo dei vantaggi e degli svantaggi di cui il contratto si fa espressione¹³³. Le procedure di semplificazione che mette in atto il consumatore di servizi finanziari per far fronte alla complessità delle scelte di investimento e per ridurre il carico cognitivo delle informazioni da processare devono incastrarsi con la varietà di combinazioni possibili tra profilature di rischio e prodotti che possono essere offerti. In pratica, il consumatore si accontenta di ciò che percepisce anche se, in tale logica, quasi mai, addiende ad una visione chiara e completa delle varie opzioni e soprattutto dei meccanismi che ne sono alla base¹³⁴. L'evidenza e numerosi studi mostrano che le distorsioni cognitive nei processi decisionali, intesi come errori nell'acquisizione o nell'elaborazione delle informazioni e nella formulazione di giudizi, hanno una frequenza molto alta.

2.3.1 Acquisizione e Elaborazione delle Informazioni: *Financial Literacy*

Dalla letteratura si è individuata che spesso in passato la fonte delle distorsioni cognitive nella scarsa informazione e da qui la necessità di acquisire nuove e ulteriori informazioni. È emerso però nel corso degli esperimenti che a volte la presenza di informazioni aggiuntive può influire negativamente nel prendere decisioni¹³⁵. La lezione che se ne trae è il dover operare una opportuna fornitura di dati e un congruo utilizzo

¹³² Cfr. Rossano D., *Le "Tecniche Cognitive" nei Contratti di Intermediazione Finanziaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2011.

¹³³ Cit. Alpa G., *La "Trasparenza" del Contratto nei Settori Bancario, Finanziario, e Assicurativo*, in Giur. It., pt. I, 10, 1992, p.411.

¹³⁴ Cit. Cavaliere A e Silva F., *Diritti del Consumatore ed Efficienza Economica in una Società Democratica Evoluta*, in La Tutela del Consumatore tra Mercato e Regolamentazione, a cura di Silva F., Fondazione Olivetti A., città di Castello, 1996, p.31.

¹³⁵ Cfr. Rumiati R. e Bonini N., *Psicologia della Decisione*, Il Mulino (Bologna), 2001. Inoltre Simon H. A. in *Un Modello Comportamentale di scelta Razionale* (1955), paragona le scelte quotidiane degli individui a quelle di uno scacchista. In particolare, nel distinguere tra approccio "soddisfo" e approccio "approssima e ottimizzo", Simon distingue due casi: se si immagina lo scacchista intento a scegliere una strategia tra tutte le possibili egli trova difficoltà per l'incompletezza delle informazioni; se invece

di essi, tramite il giudizio di adeguatezza e/o appropriatezza delle operazioni e la trasparenza¹³⁶. Inoltre non è da tralasciare l'influenza sociale¹³⁷ e la forza dell'autorità¹³⁸, che fanno sì che l'individuo formuli giudizi e decisioni a partire da informazioni semi-elaborate ("lo faccio perché me lo ha consigliato Caio" e "agisco così perché me lo impone Tizio"). Il tentativo del legislatore non è stato solo quello di regolare cosa deve essere trasmesso ma anche fare in modo che l'individuo enuclei l'oggetto dell'informazione senza lasciarsi influenzare da chi gliela fornisce. Inoltre si è cercato di favorire e ampliare il flusso informativo in entrambe le direzioni (da intermediario a cliente e da cliente a intermediario). In tale senso è stato attribuito un ruolo via via crescente alla teoria della comunicazione e alle sue ultime novità come la Programmazione Neuro-Linguistica (PNL), che studia, attraverso l'esame dei diversi modi in cui gli individui percepiscono le informazioni dall'esterno, le tecniche linguistiche connesse col carattere e le caratteristiche comportamentali del soggetto, da cui la possibilità di influenzare le sue decisioni anche in campo economico-finanziario¹³⁹. Queste nuove forme di accertamento dell'esistenza di condizionamenti di ogni genere, anche linguistici, rinvengono alla sfera di interesse dei contratti di intermediazione. Negli ultimi anni, l'obiettivo che si sono prefissate le diverse normative di emanazione europea è stato quello di creare un mercato finanziario integrato, in cui si agevoli e incentivi lo scambio di notizie tra le parti negoziali per creare maggior fiducia possibile; infatti si ha osservato che "la buona riuscita dei mercati finanziari in larga parte dipende dalla fiducia che gli investitori possono in essi (intermediari) riporre: fiducia non solo nella società e nella stabilità patrimoniale di chi offre i propri prodotti sul mercato e di chi intermedia gli investimenti, acquisendo dai clienti la disponibilità monetaria a tal fine necessitata, ma anche e soprattutto nella correttezza delle operazioni di tutti tali soggetti e nella trasparenza delle condizioni nelle quali le relative operazioni si svolgono"¹⁴⁰. Si può dire che la *know your consumer rule* si è estesa ed è diventata la "*know each other rule*": il cliente deve essere opportunamente profilato ma l'intermediario deve fornire le informazioni che per qualità e quantità inneschino con esso un rapporto di fiducia autentico.

Dal lato dell'intermediario, si devono ottenere informazioni per procedere alla valutazione di adeguatezza per i servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione del portafoglio e al giudizio di appropriatezza altrimenti (dove l'appropriatezza è per certi versi contenuta nel concetto di adeguatezza). L'intermediario deve ottenere informazioni circa:

1. Conoscenza e esperienza del cliente nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento e/o di servizio in considerazione: servizi, operazioni e strumenti finanziari con cui il cliente ha

lo si immagina che debba scegliere una mossa tra le eventuali, la difficoltà maggiore risiederà nel fatto che ha solo informazioni approssimative sulle conseguenze delle sue scelte.

¹³⁶ Cfr. MacGregor D. G., Slovic P., Dreman D. e Berry M., *Imagery, Affect, and Financial Judgement*, in the *Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 1, 2000.

¹³⁷ Cfr. Asch S., *Social Psychology*, in Englewood Cliffs, NJ, US, Prentice-Hall, 1952.

¹³⁸ Cfr. Milgram S., *Obedience to Authority: an Experimental View*, NY, 2009.

¹³⁹ Per una recente disamina generale sulla PNL, cfr. Agness L., *Cambia la Tua Vita con la PNL. Tecnica e Pratica della Programmazione Neurolinguistica*, Vallardi (Milano), 2010.

¹⁴⁰ Cfr. Rordorf R., *La Tutela del Risparmiatore: Nuove Norme, Problemi Vecchi*, in *La Società*, 2008, cit. p. 269.

dimestichezza; natura, volume, frequenza e periodo delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente; livello di istruzione economica-professionale del cliente;

2. Relativa situazione finanziaria;
3. Obiettivi di investimento desiderati.

A questo elenco, che la dottrina ha deciso così di evidenziare solo a seguito dei casi di conflitto che si sono venuti a creare nei decenni passati, si deve oggi aggiungere il riferimento agli elementi cognitivi, elementi caratterizzanti del rapporto contrattuale. Lo strumento principe attraverso cui gli intermediari possono venire in possesso di suddetto ordine di informazioni è la somministrazione di questionari, con domande e indagini descrittive. Esistono molti tipi di questionari. *In primis* l'intermediario vuole capire con che tipo di investitore si dovrà confrontare e dall'altro lato, il primo passo per compiere scelte di investimento coerenti con il proprio grado di tolleranza al rischio è conoscere il profilo di investitore. In questa fase le domande riguarderanno la sfera personale (età, stato civile, ...), gli obiettivi di investimento a breve e lungo termine, attitudine al rischio, "fonti" e "impieghi" dei propri risparmi, il grado di conoscenze finanziarie possedute con uno pseudo *financial literacy quiz*¹⁴¹. Da qui si innesca un forte legame non solo contrattuale tra intermediari e risparmiatori, che dovrebbe portare a benefici per entrambi (vedasi *infra*).

Dal lato invece dei fruitori del servizio, invero i clienti-consumatori-risparmiatori, per questi chi offre i prodotti o chi intermedia deve fare in modo di trasmettere all'investitore tutta la consapevolezza possibile affinché egli possa ragionevolmente comprendere la natura e i rischi dei prodotti di investimento¹⁴². Si è anche dimostrata l'efficacia della comunicazione orale più che quella scritta (tipica del contratto) in quanto si aggiunge alle informazioni in sé anche la mimica facciale e del corpo, le emozioni espressive dell'intermediario¹⁴³; il formato delle informazioni influisce molto sulla loro percezione e veicola quale euristica viene attivata. Con la direttiva UCITS¹⁴⁴ per esempio si è innovato profondamente il modo di presentare le informazioni agli investitori in seno ai fondi comuni, rimpiazzando il Prospetto Semplificato per i fondi con il KII o KID, nato da un test condotto sulla popolazione degli stati Membri per capire le preferenze su un certo numero di opzioni di *disclosure*¹⁴⁵. Ne è risultata l'esigenza di presentare informazioni non troppo lunghe, anche con l'ausilio di elementi visivi, come tabelle e grafici; il consumatore è particolarmente sensibile alle informazioni riguardanti i profili di rischio e di rendimento, ma non sempre è perfettamente in grado di discernere tra tutte le possibili sfumature che gli vengono presentate. È quindi di primaria importanza adottare il linguaggio dell'utenza senza perdere in contenuto informativo. La Commissione Europea sta procedendo a

¹⁴¹ Un eccellente esempio di questionario, completo in ogni sua parte lo si trova in OECD/INFE, *Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion*, OECD Publishing, Paris 2015 e in OECD/INFE, *Toolkit to Measure Financial Literacy and Inclusion Guidance, Core Questionnaire and Supplementary Questions*, Financial Literacy, G20 2013.

¹⁴² Cfr. art. 78 direttiva 2009/65/CE. Le domande per quanto prolisse coprono tutti (o quasi) i fattori sensibili perché possano essere poposte ed effettuate decisioni finanziarie coerenti e prospere.

¹⁴³ Cfr. Alemanni B., *Modelli Cognitivi, Educazione Finanziaria e Previdenza Comportamentale*, Relazione convegno "Scelte di investimento e regole di tutela. Il ruolo della finanza comportamentale tra economia, psicologia e diritto", Milano, 2010.

¹⁴⁴ Si parla di UCITS IV, revisione della precedente (2009/65/EU), che ha implementato il regolamento UE n. 583/2010, poi dettagliata nelle Linee Guida del CESR (2010). Cfr. CESR, *Selection and Presentation of Performance Scenarios in the Key Investor Information Document (KII)*, 2010, http://www.esma.europa.eu/system/files/10_1318.pdf.

¹⁴⁵ Cfr. IFF Research and YouGov, 2009.

elaborare un KID sulla base dell'approccio *consumer-based* anche per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*, PRIIPs), con cui si prevedono per esempio delle regole informative sui *risk indicator* e sui costi (diretti e indiretti), chiaramente spiegati. Secondo il Regol. attuativo, inoltre, le Autorità Europee di Vigilanza sono incaricate di definire degli *standard* tecnici per la regolazione (*regulatory technical standards*, RTS), specificando i dettagli di ciascuna sezione del KID, nonché la metodologia per il calcolo di rischi, rendimento e costi, e devono prevedere delle indagini sul comportamento dei consumatori. Nello specifico, di fronte a scelte finanziarie complesse è necessario che l'individuo proceda per fasi. Egli deve¹⁴⁶:

- a) Strutturare il problema, illustrando la questione di interesse e i relativi possibili modi di procedere;
- b) Valutare e prevedere le conseguenze della decisione presa;
- c) Valutare incertezze, rischi e rendimenti correlati;
- d) Valutare le opzioni e fare un'analisi della sensibilità, per stimare le probabilità soggettive attribuite agli eventi;
- e) Raccogliere altre informazioni.

Ad un livello più generale, l'acquisizione di informazioni è funzionale per definire al meglio quali siano i possibili siti di un investimento e la probabilità di accadimento degli stessi, nonché i costi immediati e futuri (come i costi per la commissione, i costi di negoziazione e di gestione) e l'orizzonte temporale; dalle informazioni è possibile reperire delle misure sintetiche che descrivano il rendimento atteso e la volatilità dell'investimento.

Alla luce di quanto detto ci si aspetterebbe perciò un risparmiatore-investitore affamato di dati e informazioni, capace di giovare per accrescere il proprio patrimonio. Nella realtà, come hanno mostrato diverse indagini¹⁴⁷, il tempo complessivamente dedicato alla ricerca di informazioni per decidere come investire i propri risparmi è molto poco e c'è scarso interesse ad approfondire le dinamiche finanziarie in cui si è direttamente coinvolti. Lo scarso interesse per argomenti a cui si sta partecipando con le proprie ricchezze è preoccupante. È risultato che meno si è interessati alla finanza più si ha tendenza a delegare, senza però accompagnare la delega con un giusto *mix* di auto-responsabilizzazione e fiducia nei confronti del delegato; inoltre, sembra che i conflitti di interesse e la complessità delle informazioni siano percepiti in maniera indipendente dal grado di interesse¹⁴⁸. Le informazioni, quantitativamente esigue, che si ricercano provengono per i risparmiatori italiani, per oltre il 50% dalla banca presso cui si è correntista e al secondo posto da parenti e amici (11,5%)¹⁴⁹; invero prevalgono, tra le fonti informative, dei canali caratterizzati da una relazione interpersonale, come quella tra intermediario e cliente. Questo fenomeno da un lato rafforza la fiducia reciproca ma fa sì che si presentino altri tipi di errori con esiti altrettanto inefficienti sul mercato.

¹⁴⁶ Cfr. Rumiati R. e Bonini N., *Psicologia della Decisione*, Il Mulino (Bologna), 2001.

¹⁴⁷ Cfr. su tutti Beltratti A., *Rapporto BNL/Centro Einaudi*, Milano 2007.

¹⁴⁸ Cit. Ferretti R, Rubaltelli E. e Rumiati R., *La Mente Finanziaria. Economia e Psicologia al Servizio dell'Investitore*, Bologna, 2011, p. 52.

¹⁴⁹ Cfr. ANASF, su database *Rapporto BNL/Centro Einaudi*, 2009.

Un solido *background* conoscitivo è il primo passo per diventare investitori consapevoli; inevitabilmente l'*investor education* diventa un veicolo informativo primigenio. Scarsa educazione e cultura finanziarie non possono che generare individui disinformati e ignoranti, facili prede dei *bias* comportamentali. Invero, le abilità cognitive fanno sì che la strategia di investimento sia, in concomitanza con le conoscenze e l'esperienza, efficace. Ostacoli ad essa sono prevalentemente l'attenzione selettiva¹⁵⁰ e la dissonanza cognitiva (legata al grado di incertezza vedi *supra*). Con la prima in particolare si intende il fatto che non potendo memorizzare tutte le informazioni relative ai mercati gli investitori operano una selezione delle informazioni più degne di nota, selezione oggettiva, vittima quindi delle euristiche¹⁵¹. Il legame tra le abilità cognitive, che l'educazione finanziaria può sviluppare, e le *performance* degli investimenti è confermato da molti studiosi¹⁵², dal momento che gli errori decisionali scemano con l'accrescere dell'esperienza degli investitori.

Per impostare un processo di investimento virtuoso fin dall'inizio, nella fase di raccolta ed elaborazione dati, l'Autorità di vigilanza nazionale, la CONSOB, ha individuato degli obblighi informativi da imporre agli intermediari, enucleati tramite un approccio cosiddetto *risk-based*, che privilegia cioè la rischiosità, per i prodotti di investimento *non-equity* (i.e. diversi dalle azioni, come fondi comuni di investimento, SICAV, polizze *unit-linked* e *index-linked*, *covered warrants*, certificati, obbligazioni strutturate). Dalla fase e) prima individuata, la CONSOB evidenzia tre pilastri informativi interconnessi da trasmettere al cliente, che saranno di seguito analizzati: l'orizzonte temporale, il rendimento potenziale, il grado di rischio.

2.3.2 Orizzonte Temporale, Definizione del Rischio e Performance

Prima di procedere all'analisi di questi tre pilastri, si richiama qui la classificazione CONSOB sulle tre possibili categorie di prodotto¹⁵³. Si distinguono infatti prodotti a:

- Obiettivo di rischio. Tramite una gestione flessibile si vuole massimizzare il rendimento, data una rischiosità massima prestabilita.
- *Benchmark*. Sono prodotti legati a parametri di riferimento, come i tassi di interesse o gli indici di mercato, per replicarne e/o migliorarne le performance. Si è distinto tra¹⁵⁴:
 - o *Benchmark* di ricchezza: dipende dal carattere del cliente, dal contesto sociale e dalle relazioni che intrattiene, data la propensione degli investitori a valutare la propria ricchezza sia nel tempo (si confronta la propria ricchezza attuale con quella di cui si disponeva in passato) che nello spazio (confronto con la ricchezza altrui). Il consulente lo deve considerare come un vincolo

¹⁵⁰ Cfr. Hirshleifer D. e Teoh S. H., *Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis*, Wiley, US, 2003.

¹⁵¹ Cfr. Kahneman D. e Tversky A., *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in Science, vol. 185, n. 4157, 1974 e Shiller R. J., *Euforia Irrazionale*, Il Mulino Editore (Bologna), 2000, da Shiller R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press (Princeton, NJ), 2000.

¹⁵² Cfr. Benjamin D. J., Brown S. A. e Shapiro J. M., *Who is 'Behavioral'? Cognitive Ability and Anomalous Preferences*, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=675264>, 2006.

¹⁵³ Cfr. CONSOB, *Un Approccio Quantitativo Risk-Based Per La Trasparenza Dei Prodotti D'investimento Non-Equity*, a cura dell'Ufficio Analisi Quantitative, Quaderno di Finanza n. 63, 2009.

¹⁵⁴ Cfr. Statman M. e Fisher K. L., *Consumer Confidence and Stock Returns*, Santa Clara University Dept. of Finance Working Paper n. 2, 2002, disponibile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=317304>.

- *Benchmark* di rendimento: l'investitore aspira a ottenere un certo livello di rendimento (maggiore di quello dell'anno scorso, uguale a quello delle pagine finanziarie dei quotidiani, ...), su cui il consulente può agire insieme al cliente.
- Obiettivo di rendimento. Si intende conseguire un rendimento minimo, in un arco di tempo prestabilito, con la minima rischiosità e incertezza possibile.

Per ognuno di questi si individuano tre aree imprescindibili di valutazione.

- 1) *L'holding period*. Il tempo di mantenimento del prodotto dipende dall'ammortamento dei costi e dalla tipologia di struttura finanziaria. La lunghezza dell'orizzonte di investimento è una scelta dominata dall'assunto per cui, *coeteris paribus*, all'aumentare dell'orizzonte temporale, aumenta anche la percentuale investita in investimenti rischiosi. Si parla di *time diversification*¹⁵⁵, diversificazione temporale, spesso interpretato come una presa di coscienza in itinere della rischiosità dei diversi tipi di investimento in virtù di un processo di apprendimento empirico. La finanza comportamentale fornisce alcuni strumenti per analizzare pro e contro di questo approccio. Tra i maggiori punti di debolezza di questa visione c'è che potrebbe tralasciare dati importanti, utili per avere una visione più articolata e realistica del problema. Ad ogni modo la via migliore per rilevare gli orientamenti temporali degli individui è il questionario in cui per convezione si distingue tra breve, medio e lungo periodo. Le scelte anche quotidiane di ognuno di noi sono quasi sempre inter-temporali, per cui gli esiti futuri sono soggetti ad essere sotto-valutati per il fattore di sconto del tempo; ma un soggetto che investe per scopi pensionistici dovrebbe essere interessato prevalentemente a valutare le performance di lungo periodo. Infatti molte allocazioni del capitale considerano l'intero ciclo di vita dell'individuo (*life-cycle*), date le gravi difficoltà a ripartire il patrimonio e risparmiare in modo appropriato per il proprio futuro, senza autocontrollo sulle tentazioni e la tendenza naturale a differire decisioni complesse. Questo e molte altre caratteristiche sono oggetto di esplicite domande da parte degli intermediari ai clienti.
- 2) Il pilastro del "rendimento" dà informazioni quantitative sul valore del prodotto dal momento della sottoscrizione alla fine dell'orizzonte temporale. L'intermediario deve informare l'investitore circa il valore teorico del prodotto offerto in ogni sua singola componente, il *fair value* (il capitale investito, quello che viene messo a frutto); al futuro, devono essere indicate le probabilità di ottenere un certo rendimento, dati i costi che si dovranno sostenere. Il rendimento atteso è un rendimento *a priori*, quello che ci aspetta soggettivamente, secondo la propria distribuzione di probabilità degli eventi, da un certo titolo, diverso dal rendimento di periodo-storico (guadagno percentuale *ex post*), dal rendimento medio e, ovviamente, dal rendimento richiesto (misura soggettiva del guadagno percentuale minimo che si chiede prima di procedere a investire); ma in generale sono misure della variazione percentuale della ricchezza in un arco di tempo predefinito. Secondo una delle leggi più importanti della finanza

¹⁵⁵ Tra i primi autori a parlarne Samuelson A., *Lifetime Portfolio Selection By Dynamic Stochastic Programming*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 51, n. 3, pp. 239-246, 1969. In seguito: Statman M., Fisher K.L. e Anginer D., *Affect in a Behavioural Asset-Pricing Model*, Financial Analyst Journal, 64, pp. 20-29, 2008

intercorre una relazione positiva tra rendimento e rischio di un investimento (azionario, obbligazionario)¹⁵⁶. Nonostante l'indubbia veridicità di questa osservazione, ormai perfettamente interiorizzata nelle teorie economico-finanziarie, i consumatori-investitori-risparmiatori sembrano non averla ancora metabolizzata a sufficienza. In alcuni esperimenti si è osservato che la maggior parte della popolazione, ivi compresi studenti di economia o discipline affini e operatori del settore finanziario, pur ben identificando le categorie di rischio di appartenenza di un certo investimento, semplicemente invertono le attese di rendimento. Intuitivamente, le persone ritengono che all'aumentare dei rischi devono diminuire i benefici¹⁵⁷. Diviene fondamentale inserire allora una spiegazione emotiva a questo *non-sense* economico¹⁵⁸. Per esempio per ogni tipo di rendimento sopra richiamato, gli individui mostrano incoerenze nel valutarli, poiché tendono a focalizzarsi sulle informazioni a seconda della descrizione del contesto decisionale, in termini di *trade-off* di guadagni e rischio, di rendimenti in termini nominali e reali (i soggetti sembrano non considerare in fenomeno dell'inflazione; soffrono di illusione monetaria e sono portati per esempio a sovrastimare la redditività dei titoli poco rischiosi che non proteggono dall'inflazione)¹⁵⁹.

- 3) In ultima istanza, v'è l'indicazione circa il rischio dell'investimento. Questi si può misurare attraverso una scala (basso, medio-basso, medio, medio-alto, alto, molto alto oppure per i prodotti a *benchmark* su tre livelli (contenuto, significativo e rilevante), cui far corrispondere poi una banda di volatilità del rendimento. L'acquisizione delle informazioni circa la propensione al rischio dei cliente avviene, come precisato, attraverso la somministrazione di un questionario, con autodichiarazioni o valutazioni specifiche dell'intermediario. In questo frangente l'*investor education* si presta a chiarire al risparmiatore il significato di varianza, deviazione standard e semi-varianza, come rappresentazione del rischio di un investimento e con cui difficilmente la maggior parte degli investitori *retail* ha dimestichezza. Si tratta in prevalenza di misure di *downside risk* (che considerano soprattutto il lato nefasto del rischio), ma esistono anche approcci di *upside risk*. Con entrambi si mira a innescare i meccanismi preferenziali (avversione, propensione, neutralità verso il rischio¹⁶⁰). Maggiore educazione finanziaria mira anche a palesare i benefici della diversificazione, come primo ostacolo

¹⁵⁶ Più un investimento è rischioso, maggiore sarà il rendimento (e viceversa). È su questa interessante osservazione e su altre ipotesi non meno significative che si fonda la Teoria del CAPM (Capital Asset Pricing Model) degli anni 50' e le sue estensioni più recenti.

¹⁵⁷ La letteratura in merito è vastissima. Tra i primi Weber E. U., Anderson C. e Birnbaum M., *A Theory of Perceived Risk and Attractiveness*, Organizational Behavior and Human Decision Processes, Vol. 52, n. 3, pp. 492-523, 1992, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1323463>. In Shefrin H., *Behavioral Finance: Volumes 1, 2, and 3*, Edward Elgar (Northampton, UK), 2001, trad. *Finanza Aziendale Comportamentale*, Apogeo (Piacenza), 2007, si dimostra come anche le persone con elevata esperienza di investimento ritengono che a maggiori rischi corrispondono benefici decrescenti.

¹⁵⁸ Per esempio, Statman M., Fisher K.L. e Anginer D., *Affect in a Behavioural Asset-Pricing Model*, Financial Analyst Journal, 64, pp. 20-29, 2008 per motivare come mai gli investitori fossero più portati a investire in ciò che induceva loro istintivamente reazioni più positive, distinsero tra rischio oggettivo e rischio soggettivo e capirono che gli investitori prendono decisioni sulla base di un loro atteggiamento generale, circoscritto nel tempo e nello spazio.

¹⁵⁹ Cfr. Akerlof G. A. e Shiller R. J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, US, 2009.

¹⁶⁰ A proposito dell'etimologia, nell'ideogramma cinese vuol dire simultaneamente pericolo e opportunità che ben illustra il *trade-off* che ogni investitore. Cfr. Damodaran A., *Valutazione delle Aziende*, Apogeo (Milano), 2010.

all'assunzione di rischi maggiori, pur mantenendo intatto il livello dei rendimenti. Inoltre è reso noto dalla teoria che le persone non percepiscono il rischio oggettivamente, ma in base al modo in cui è loro presentato, e che la misura per valutarlo non è interpretabile *a priori* con dei calcoli univoci, come è invece per gli operatori del mercato. Per valutare l'impatto di un'attività rischiosa si deve considerare l'esistenza di componenti affettivo-esperienziale e non solo cognitivo-analitiche; infatti i rischi possono essere descritti in termini di caratteristiche dimensioni che sottendono l'espressione dei giudizi dei rischi¹⁶¹. Un approccio oggi molto noto¹⁶² analizza il ruolo delle emozioni e dell'*affect* con indagini sperimentali e con dati clinici (con lo studio dei marcatori somatici); i risultati hanno portato la dottrina¹⁶³ a distinguere due possibili modi in cui gli individui si interfacciano al rischio: un modo conscio, basato sull'applicazione di regole, e uno sub-conscio cui bastano poche e frammentarie informazioni per decidere. Di conseguenza, si distinguono in estrema sintesi due approcci: l'approccio psicofisico che prende in considerazione i meccanismi di percezione, innati e simili tra tutti i soggetti, e l'approccio motivazionista in cui primeggia il contesto in cui l'individuo sceglie se affidarsi alla speranza o alla paura relativa ad un investimento¹⁶⁴. La teoria finanziaria e gli studi psicologici forniscono difatti concetti di rischio differenti. Nel primo caso si tratta di indicatori e misure quantificabili e ben definite; nel secondo caso, l'atteggiamento verso il rischio non è costante, si ricorre a più indicatori, incappando anche in problemi di misurazione per via delle differenze tra rischio oggettivo e rischio percepito. Infine sulla percezione del rischio possono incidere *frame*, valori, elementi cognitivi e analitici, competenze, elementi affettivo-esperienziali. Le autodichiarazioni dell'investitore servono in parte a mitigare il problema. Alcuni modi per fruire delle informazioni provenienti direttamente dal cliente è per esempio l'epurare i dati raccolti dai questionari con un approccio di *Data Augmentation*¹⁶⁵, oppure ideando nuovi complessi parametri di misurazione¹⁶⁶, o ancora usare metodi psicometrici di misurazione psicologica del rischio¹⁶⁷. Tuttavia ciò che poi effettivamente rileverà sarà come si comporta l'agente, perché sarà la manifestazione del vero

¹⁶¹ Cfr. Holtgrave D. e Weber E. U., *Dimensions of Risk Perception for Financial and Health Risks*, Wiley US, 1993.

¹⁶² Si fa riferimento a Damasio A. R., *L'Errore di Cartesio. Emozione, Ragione e Cervello Umano*, Adelphi (Milano), 1994.

¹⁶³ Cfr. su tutti Loewenstein G.F., E.U. Weber, C.K. Hsee e E.S. Welch, *Risk as Feelings*, *Psychological Bulletin*, n. 127, pp. 267-286, 2001, Finucane M. L. et al., *The Affect Heuristic in Judgments of Risks and Benefits*, *Journal of Behavioral Decision Making*, 13(1), 2000 e Lichtenstein S. e Slovic P., *The Construction of Preferences*, Cambridge University Press (New York, NY), 2006.

¹⁶⁴ Cfr. Rigoni U., *Finanza Comportamentale e Gestione Del Risparmio*, in *Studi di Economia degli Intermediari Finanziari*, G. Giappichelli Editore-Torino, 2006. Il secondo approccio è stato fatto proprio da Lopes (1987) con la Behavioral Portfolio Theory. Essa si basa su come un individuo si dispone rispetto una scelta rischiosa e su obiettivi, desideri e vincoli dello stesso.

¹⁶⁵ Si tratta di un processo bayesiano che tratta la variabile latente (la vera avversione al rischio) come un dato mancante. Cfr. Iezzi S., *Investors' Risk Attitude and Risky Behavior: a Bayesian Approach with Imperfect Information*, Working Paper n.692 per Banca d'Italia, 2008.

¹⁶⁶ Si fa qui riferimento a RRA, una misura di rischio relativa ideata da Kimball, M., Sham, C., e Shapiro, M., *Risk Preferences in the PSID: Individual Imputations and Family Covariation*, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 99, 363-368, 2009.

¹⁶⁷ Cfr. l'uso dell'indice DOSPERT in Weber E. U., Blais A.R. e Betz, N., *A Domain-Specific Risk-Attitude Scale: Measuring Risk Perceptions and Risk Behaviors*. *Journal of Behavioral Decision Making*, 15, 263-290, 2002 e Blais A. R. e Weber E. U., *A Domain-Specific Risk-Taking (DOSPERT) Scale for Adult Populations*. *Judgment and Decision Making*, 1, 33-47, 2006. Altri autori (Lee K. e Ashton M. C., *Psychometric Properties of the HEXACO Personality Inventory*, *Multivariate Behavioral Research*, 39, 329-358, 2004) usano invece l'HEXACO Personality Framework che consta di sei diverse dimensioni, come l'onestà, l'estroversione, l'emozionalità.

atteggiamento verso il rischio del risparmiatore. Nonostante i problemi nel trovare una misura affidabile del rischio, i consulenti finanziari e la normativa sugli investimenti richiedono di valutare il grado di tolleranza al rischio dei clienti, prevalentemente per fini di salvaguardia del sistema finanziario *in toto*, nonostante poi tutti i soggetti coinvolti inciampino nelle euristiche e siano quindi pronti all'errore. Ci si trova quindi a dover validare la classificazione del rischio che emerge dai questionari, ancora troppo lontani dal garantire un grado di affidabilità sufficiente, basati su un dialogo non sempre lineare e approfondito tra intermediario e investitore.

2.4 Le Innovazioni delle Tecniche Cognitive. Conclusioni

La fiducia è emersa essere il potente collante del rapporto tra intermediari e consumatori. Rileva il profilo psicologico di entrambi ma soprattutto del cliente perché interferisce di più con i processi euristici e quindi anche decisionali. I contributi della letteratura comportamentale forniscono molti spunti di riflessione e di intervento per i regolatori al fine di implementare lo studio nei mercati finanziari della componente psicologica e irrazionale alla base dell'agire degli individui. *Investor education*, trasparenza informativa e la guida del consulente sono tutti ambiti imprescindibili dalla finanza comportamentale, indissolubilmente legati alle abilità cognitive dei soggetti. Gli strumenti che aiutano a correggere o quantomeno ridurre gli errori, richiedono necessariamente la presenza di una figura esperta del settore, nelle diverse fasi del contratto. Fischhoff (1982) suggerisce al consulente innanzitutto di prendere atto della presenza di *bias*, senza specificare esattamente la natura di essi (del resto non facilmente identificabile), poi di descrivere la direzione e l'estensione di questi errori che si possono osservare; infine attraverso un feedback su situazioni ipotizzabili con riferimento a realtà pregresse, cercare di settare il contratto senza distorsioni per errori del cliente considerando molti degli scenari possibili¹⁶⁸. L'opportunità di incrementare il livello di educazione economica e finanziaria è propedeutica al miglioramento dei meccanismi informativi e decisionali, poiché informazione, sviluppo delle competenze, responsabilizzazione e apprendimento influiscono sul comportamento degli agenti, reprimendo incertezze e dubbi interpretativi¹⁶⁹. Il contributo delle neuroscienze (dalla PNL alla Risonanza Magnetica Funzionale, con cui osservare il funzionamento del cervello) spinge il legislatore ad assicurarsi che i consumatori siano dotati di sufficiente conoscenza e consapevolezza prima, durante e dopo le scelte di investimento, con l'ausilio delle teorie cognitive. Da molti secoli la scienza economica ha individuato alcune regole per la gestione di risparmio e investimento, regole che dalle teorie di razionalità perfetta e dal *reasonable investor* (investitore ragionevole, invece che razionale)¹⁷⁰ si sono evolute fino all'investitore emotivo, con preferenze personali (preferenze temporali di allocazione delle risorse per esempio che attribuiscono maggiore o minore valore all'oggi piuttosto che agli investimenti futuri) e anche tratti emotivi

¹⁶⁸ Cfr. Fischhoff B., *Debiasing*, in Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, a cura di Kahneman, Slovic e Tversky, *Corrective Procedures*, Cambridge University Press, 1982.

¹⁶⁹ Nanula R. e Trifilidis M., *L'educazione Finanziaria: Problemi e Prospettive*, in Banca impresa società, 2009.

¹⁷⁰ Cfr. CERS, 2003/124/CE, che definisce il *reasonable investor* come colui che pensa e si comporta in modo razionale; cfr. t.u.f. art. 94 co. 9 (prospetto d'offerta) e art. 181 co. 4 (informazione privilegiata).

peculiari. Infatti sebbene molte assunzioni sulle preferenze, sulla formulazione delle aspettative e sul processo decisionale degli individui perfettamente razionali apparissero plausibili, si è dimostrato che non sono sistematicamente verificate nella realtà, a causa della presenza di comportamenti irrazionali, distorsioni e *bias*, che gli psicologici definiscono anche strategie di ragionamento intuitive.

CAPITOLO TERZO – *Investor Education*

Molte più persone dovrebbero dire ai propri dollari dove andare, invece di chiedere loro dove sono andati
Roger W. Babson

Strettamente legata alla finanza comportamentale, che studia come applicare la psicologia cognitiva alle decisioni economiche e verifica poi le loro conseguenze sui mercati e sull’allocazione di risorse, l’educazione finanziaria (o in inglese *investor education*) è una branca delle scienze sociali che mira a sviluppare conoscenze e consapevolezza dell’investitore-risparmiatore. Di seguito viene presentata un’analisi dell’attività *investor education*, dalla definizione alla sua strumentalizzazione in seno alle euristiche e ai *bias* cognitivi in precedenza analizzati. Si conclude con una discussione sull’importanza della figura del consulente e i possibili sviluppi dei programmi di educazione finanziaria.

3.1 Definire l’Educazione Finanziaria

Dalle indicazioni di finanza comportamentale, l’educazione finanziaria è efficace contro gli errori di valutazione derivanti da scarsa cultura finanziaria (per esempio sulle caratteristiche dei prodotti o sulla relazione rischio/rendimento) e dall’uso di percorsi menati di comprensione e semplificazione approssimativi (i.e. euristiche). La scarsa cultura finanziaria viene oggi contrastata innalzando la *financial capability* degli investitori, mediante l’interazione di più entità pubbliche (Autorità di vigilanza, scuole), *industry* (associazioni, intermediari) e private (famiglie). Invece, i processi di *debiasing* mirano prevalentemente a sviluppare presso gli agenti delle tecniche di correzione degli errori in cui si incappa durante un processo decisionale¹⁷¹. Ma non sempre l’evidenza sperimentale della letteratura giudica positivamente queste tecniche¹⁷². A partire dagli errori cognitivi, inoltre, le Autorità di vigilanza devono formulare delle misure di tutela (*in primis*, la *disclosure* delle caratteristiche dei prodotti finanziari) tenendo conto anche delle componenti psicologiche e irrazionali che dominano l’agire dell’investitore. Tradizionalmente il livello di tutela assicurato dovrebbe incrementare, ma non risulta essere così. È essenziale il contributo dell’educazione per far sì che gli investitori sviluppino un piano finanziario o delineino in modo più chiaro la personale politica d’investimento, ovvero in che modo perseguire i loro obiettivi e come gli investimenti saranno gestiti sul mercato. Fondamentalmente, gli investitori in qualunque settore devono poter mantenere una prospettiva lineare sul da farsi. Dalle recenti indagini¹⁷³ risulta che il 57% degli investitori a livello globale non ha obiettivi finanziari chiari e il 67 % afferma che non ha una programmazione delle proprie risorse, determinando spesso

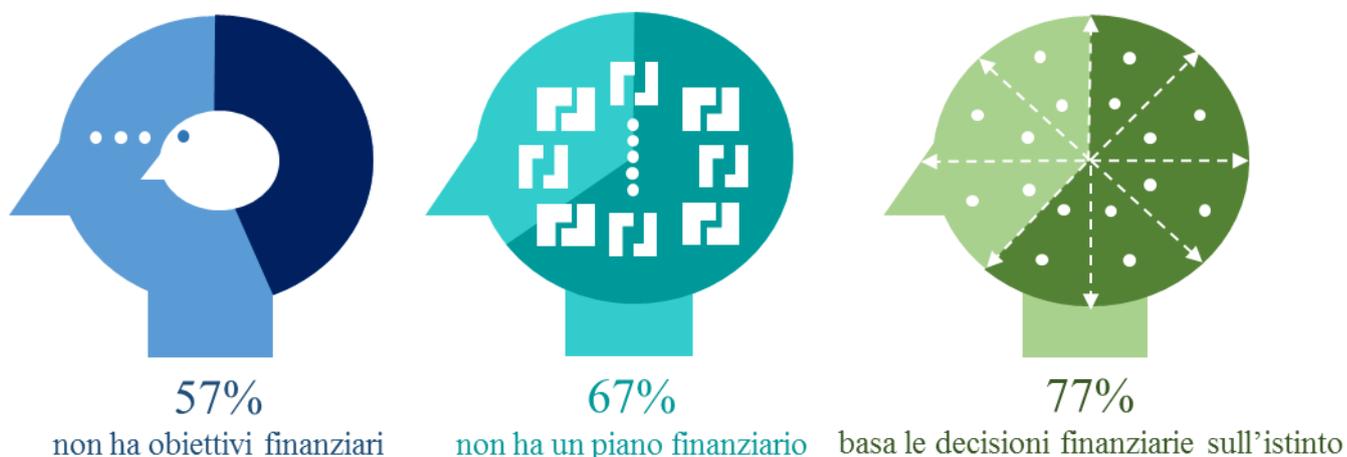
¹⁷¹ Fischhoff (1982) è stato tra i primi a dare impulso a questo filone di indagini. Nei suoi studi esplicita alcune esempi di *debiasing*: la tecnica dell’avviso (*warning*), che segnala al soggetto la circostanza in cui sta compiendo un errore; la descrizione dell’errore; il riscontro (*feedback*), che riporta le conseguenze dell’errore alla situazione personale, e l’addestramento (*training*), l’applicazione del comportamento corretto in più contest.

¹⁷² Cfr. Weber M. e Welfens F., *Splitting the Disposition Effect: Asymmetric Reactions Towards “Selling Winners” and “Holding Losers”*, University of Mannheim, 2008; De Meza D., Irlenbusch B. e Reyners D., *Financial Capability: A Behavioral Economics Perspective*, (FSA, Financial Service Authority) in Consumer Research n. 69, Londra 2008.

¹⁷³ Cfr. Natixis Global Asset Management, *Global Survey of Individual Investors*, Investor Insights Series, *Close Enough Isn’t Good Enough: Investor Expectations And The Need For Concrete Financial Plans*, 2015.

delle dilazione all'azione di investire. Inoltre circa sette persone su dieci fa affidamento esclusivamente sulle loro istinti per le decisioni di investimento (cfr. Schema 3.1).

Schema 3.1 – Gli agenti mancano di fondamenti per le decisioni finanziarie



Fonte: Fonte: elaborazione personale da Natixis (2015).

Semplificare le procedure in essere e mettere in campo migliori piani *investor education* sopperirebbe a queste incertezze, eliminerebbe il problema della procrastinazione delle decisioni finanziarie più di qualunque forma di *disclosure* e incentivo. Un buon punto di partenza¹⁷⁴, è stabile nei contenuti dei programmi educativi nozioni in merito a:

- Sapere “maneggiare” il denaro: il valore del denaro, il ruolo del risparmio, l’importanza dell’investimento;
- Tenere traccia delle movimentazioni finanziarie;
- Pianificare;
- Compiere decisioni informate;
- Migliorare il ragionamento statistico e probabilistico;
- Mettere in guardia verso i giudizi soggettivi e/o individuali.

Tutte queste nozioni non completano ovviamente il quadro, ma potrebbero essere l’*incipit* giusto per la trasmissione di sapere economico, dati i dettami dell’approccio comportamentale. Inoltre la possibile soluzione, per quanto non definitiva, si compone di un *mix* di educazione finanziaria, regole di tutela dei risparmiatori e trasparenza, nonché l’incentivazione alla consulenza finanziaria. Difatti la questione della bassa cultura finanziaria sarebbe se non risolta almeno alleggerita se i risparmiatori si affidassero a consulenti o a esperti. Tuttavia, ad oggi, il ricorso degli investitori individuali a queste figure professionali risulta essere ancora limitato (vedasi *infra*). L’educazione finanziaria più di tutto può aumentare sensibilmente il grado di

¹⁷⁴ Cfr. a riguardo De Meza D., Irlenbusch B. e Reyners D., *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, (FSA, Financial Service Authority) in Consumer Research n. 69, Londra 2008.

alfabetizzazione finanziaria, a beneficio dei singoli, della stabilità del sistema economico e della società tutta. Porsi l'obiettivo di investitori finanziariamente edotti non è impossibile e soprattutto è in linea con i tempi *post-crisi*. L'efficacia di un qualunque programma di educazione finanziaria si scontra da subito coi problemi cognitivi degli individui. Per conseguire una migliore comprensione da parte degli investitori, è necessario rendere più efficace la trasmissione delle informazioni bilateralmente e curare maggiormente il rapporto con una figura esperta di investimenti, che supporti, senza sostituirsi ad esso, il decisore.

È indubbia l'importanza dell'educazione finanziaria nelle scelte economiche, individuali e familiari. Essa influisce sulla propensione al risparmio e l'accumulazione di capitali, sulla diversificazione di portafoglio, sulla probabilità di partecipare alla borsa e sui buoni comportamenti finanziari in generale¹⁷⁵. Più i risparmiatori sono informati, più gli si offrono possibilità di investimento su diversi prodotti, qualitativamente e quantitativamente, consentendo alle persone di scegliere prodotti adeguati alle proprie necessità e capacità, con conseguente riduzione dei tassi di insolvenza, prevenendo in parte effetti più tipici della crisi economica. Il consumatore preparato sui temi finanziari tende a risparmiare di più e ciò, a livello generale, si ripercuote positivamente sugli investimenti e sulla stessa crescita economica e sociale¹⁷⁶. Per contro, molti studi, riguardanti la relazione tra educazione e *performance* finanziaria, hanno evidenziato come l'ineducazione finanziaria generalmente si associ a minori livelli di risparmio e che i soggetti con minore livello di cultura finanziaria sono più propensi ad accumulare debiti eccessivi, a subire condizioni predatorie e ad incorrere in elevati costi di transazione¹⁷⁷. Perciò, l'educazione finanziaria è parte integrante di una politica generale di *welfare* volta a sviluppare *capabilities* economiche¹⁷⁸. La stessa Commissione per l'educazione finanziaria delle Comunità Europee del 2007 in una comunicazione affermava che la fornitura di un adeguato livello di educazione finanziaria ai cittadini in tutte le fasi della loro vita può avere effetti benefici, quali che siano i loro livelli di reddito. Ma ha effetti benefici anche per l'economia e la società nel loro insieme. Dunque, l'educazione finanziaria deve essere vista come un'integrazione di un'adeguata protezione dei consumatori e di un comportamento responsabile da parte delle istituzioni finanziarie. Non rappresenta quindi l'unica soluzione per rimediare a asimmetrie informative tra consumatori e promotori finanziari¹⁷⁹. Si deve loro garantire il diritto a¹⁸⁰:

- Un mercato del risparmio sicuro perché ben regolato;
- Correttezza e professionalità degli operatori;
- Un'informazione chiara, completa e trasparente;
- Prodotti e al servizi d'investimento adeguati;

¹⁷⁵ Cfr. Billari C., Favero C.A. e Saita F., *Educazione Finanziaria e Sostenibilità del Welfare*, in *Educazione Finanziaria a Scuola. Per una Cittadinanza Consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011, pag. 51.

¹⁷⁶ Cfr. il testo di Zadra G., *L'educazione Finanziaria come Motore di Sviluppo*, in *Bancaria*, n. 10, 2007, cit. p. 18.

¹⁷⁷ Cit. Ronchini B., *L'educazione Finanziaria*, op. cit, pag. 78.

¹⁷⁸ Cfr. Billari C., Favero C.A. e Saita F., *Educazione Finanziaria e Sostenibilità del Welfare*, in *Educazione Finanziaria a Scuola. Per una Cittadinanza Consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011, pag. 51.

¹⁷⁹ Cfr. Megale G. e Sorgi S., *Guida all'Educazione Finanziaria. Istruzioni per un Corretto Uso della Finanza Personale*, Il Sole 24 Ore Libri, 2010.

¹⁸⁰ Cfr. il decalogo di ANASF presso <http://www.anasf.it>.

- Maggiore grado di consapevolezza e assistenza.

Proprio su quest'ultimo punto, che poggia sul diritto all'educazione consumeristica, ha ragione d'essere la valorizzazione degli strumenti che potenziano l'auto-tutela del singolo, trasformandolo in un soggetto cosciente e consapevole delle conseguenze delle proprie scelte¹⁸¹.

3.1.1 Asimmetrie Informative

Tra i più importanti limiti che si frappongono tra il decisore razionale e quello reale, vi sono la qualità e la quantità delle informazioni a disposizione. L'*investor education* per prima tenta di gestire il flusso informativo, livellando le asimmetrie informative fisiologiche tra le due parti contrattuali.

Tradizionalmente, spesso anche a livello accademico, l'investitore è visto come un essere perfettamente razionale, che risolve problemi di ottimizzazione anche complessi, presuppone tutti gli scenari e ha a disposizione tutte le informazioni necessarie per scegliere. Ovviamente nella realtà qualunque investitore è un soggetto coinvolto a livello emotivo ed emozionale nelle decisioni che deve prendere, con una razionalità discutibile, anzi spesso animata da spiriti animali¹⁸². Nella tabella sottostante (Tabella 3.1) si può evidenziare in maniera molto semplice come la teoria tradizionale non consideri molti spunti importanti, che invece riguardano le scelte economiche, ed in particolar modo le scelte di investimento.

Tabella 3.1 – Confronto tra teoria tradizionale e contemporanea

Razionalità delle Percezioni		
Modello Standard	Finanza Comportamentale	
Tutte le informazioni disponibili sono acquisite e utilizzate correttamente per la stima delle probabilità secondo un processo <i>bayesiano</i>	Raccolta delle informazioni	Elaborazione delle informazioni
	<i>BIAS</i>	<i>BIAS</i>

Fonte: Linciano (2010).

La teoria finanziaria classica, come in precedenza analizzato, parte dal più alto grado di razionalità e esclude del tutto le anomalie che possono incorrere nelle scelte di investimento. Nonostante ciò è stata a lungo usata per trarre implicazioni a livello normativo, per definire il comportamento ottimale, e a livello descrittivo, per rappresentare i comportamenti effettivi¹⁸³. È opportuno quindi analizzare il problema alla luce delle dinamiche comportamentali degli essere umani. L'*investor education* raccoglie in gran parte questo punto di vista. Essa intende razionalizzare le decisioni di investimento sia dal lato dell'intermediario sia dal lato del

¹⁸¹ Paracampo M.T., *Il Ruolo dell'Educazione Finanziaria nella Recente Disciplina del Mercato Finanziario*, in Rivista di Diritto Bancario, Giugno 2011, cit p. 5.

¹⁸² "Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as the result of animal spirits - a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities." Dal testo di Keynes J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 161-162, 1936.

¹⁸³ Cfr. Linciano N., *Finanza Comportamentale. Scelte di investimento e Implicazioni per la Vigilanza*, slide CONSOB 2013.

cliente. Quando e come deve avvenire lo scambio di informazioni e quali tipo di informazione cercare e richiedere sono i principali obiettivi di un programma di educazione finanziaria. A seguito dei casi di risparmio tradito¹⁸⁴, il regolatore internazionale e nazionale ha portato sempre di più l'attenzione sul grado di conoscenze economico-finanziarie degli individui. L'esito di molte indagini¹⁸⁵ ha restituito uno scenario alquanto contraddittorio, in cui gli investitori, che deliberano scelte finanziarie di un certo peso per i loro risparmi senza essere pienamente consapevoli di ciò che stanno facendo. Alcuni contributi hanno indagato, a livello teorico, il rapporto tra livello di educazione finanziaria dell'investitore e scelta di ricorrere o non alla figura del consulente (per ulteriori approfondimenti vedasi *infra*). Si è evidenziata una massiccia tendenza alla delega da parte degli investitori meno informati¹⁸⁶ e al contempo un'attitudine a non seguire le raccomandazioni di investimento ricevute dal consulente¹⁸⁷.

In generale, l'idea dominante è che si debba agire prevalentemente sul *demand side* perché è lì che si presuppone vi siano più lacune conoscitive e miglior terreno per le scorciatoie e i *bias* mentali. Ma l'*investor education* non riguarda affatto il cliente in modo esclusivo: si deve istruire ogni parte contrattuale. Si presuppone che l'intermediario venga educato a parlare, confrontarsi col cliente, assicurandosi poi che si conformi agli adempimenti di legge; ci si deve soprattutto accertare che egli per primo capisca il significato di ciò che dice, i contenuti del contratto e le caratteristiche dei prodotti¹⁸⁸ da offrire date anche le significative differenze di trattamento tra i tre tipi di clienti¹⁸⁹.

L'eterogeneità degli investitori suggerisce che l'approccio *one size fits all* non assicura adeguate tutele all'investitore *retail*. La ricerca della *disclosure* più efficace deve andare di pari passo con opportune iniziative di educazione finanziaria, tese a fortificare o creare le conoscenze necessitate e a correggere i *bias* comportamentali più diffusi. Le differenze nella comprensione dell'informazione finanziaria, nella percezione del rischio e nella disponibilità a investire associate alle abitudini di investimento, unitamente alla grande eterogeneità dei comportamenti individuali, ripropongono la centralità della relazione intermediario-cliente, secondo un paradigma, evidenziato anche dagli studiosi di finanza comportamentale, che attribuisce a tale relazione una maggiore efficacia nell'azione di educare e orientare il cliente verso scelte di investimento nel suo unico interesse¹⁹⁰.

¹⁸⁴ Cfr. Pellegrini M., *Le Controversie in Materia Bancaria e Finanziaria. Profili Definitivi*, CEDAM (Padova), 2008.

¹⁸⁵ Cfr. una su tutte i dati de Farsagli, S. e Traclò, F., *Le Esperienze di Educazione Finanziaria. Indagine sulla Realtà Italiana nel Contesto Internazionale*, indagine realizzata dalla Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio PattiChiari, 2011.

¹⁸⁶ Cfr. gli studi di Ottaviani M., *The Economics of Advice*, 2000, www.citeseerx.ist.psu.edu.

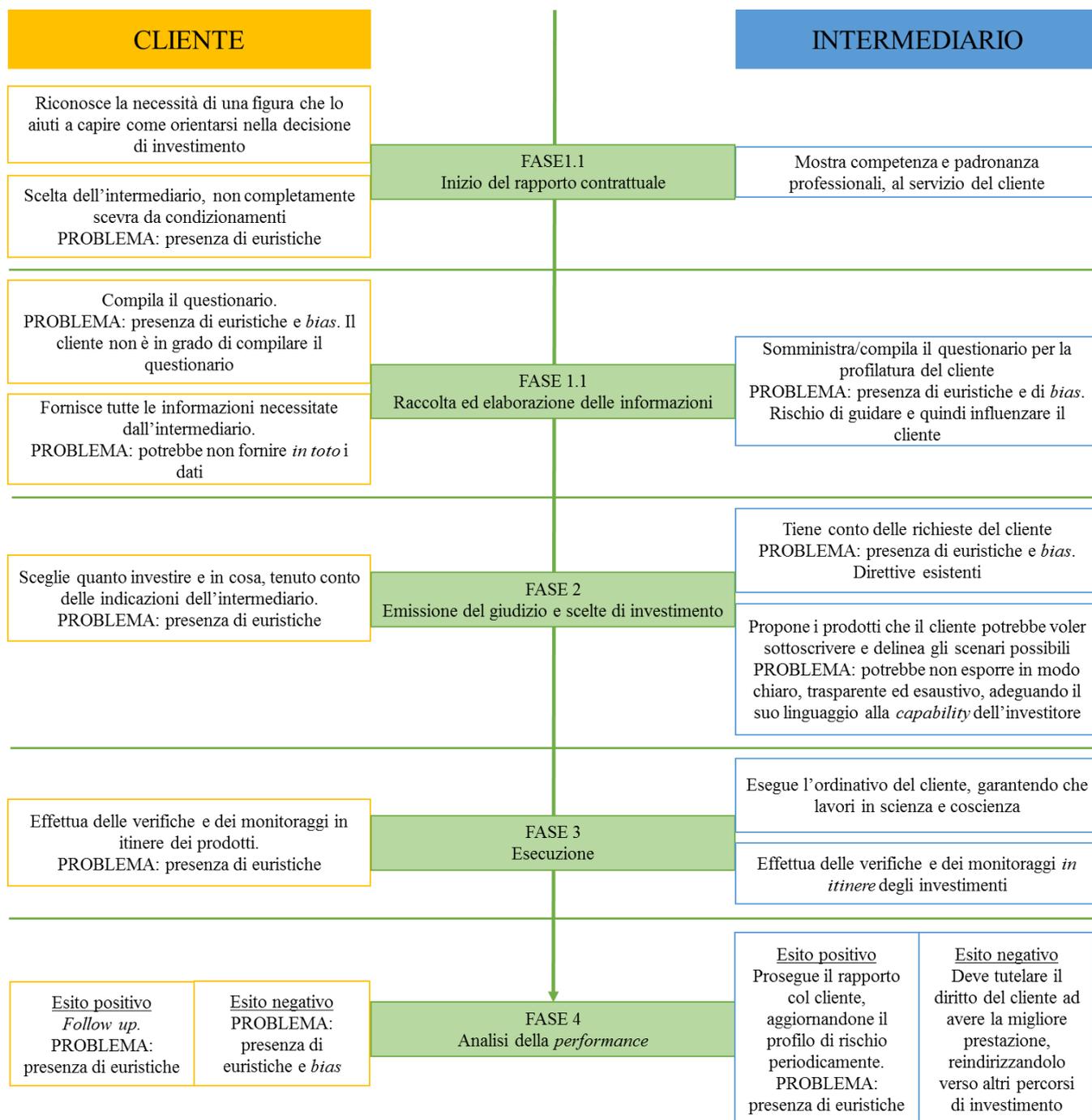
¹⁸⁷ Cfr. Hacketal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial Advisors: A Case of Babysitters?*, CEPR Discussion Paper 7235, 2009. Secondo Bucker-Koenen T. e Koenen J., *Do Smarter Consumers Get Better Advice? An Analytical Framework and Evidence from German Private Pensions*, CDSE Discussion Paper n. 105, University of Mannheim, 2011 e anche Calcagno R. e Monticone C., *Financial Literacy and the Demand for Financial Advice*, 2011, reperibile: <http://ssrn.com/abstract=1884813>, si è sviluppata una tendenza da parte dei consulenti a trasmettere un numero maggiore di informazioni solo se i clienti risultano informati ed esperti nelle materie finanziarie.

¹⁸⁸ Cfr. ad esempio Bersani G., *La Responsabilità degli Intermediari Finanziari*, Utet Giuridica (Roma), 2008.

¹⁸⁹ Introdotta da MiFID I, la tripartizione vanta un'estesa letteratura. Su tutti cfr. Linciano N., *Errori Cognitivi e Instabilità delle Preferenze nelle Scelte di Investimento dei Risparmiatori Retail*, Quaderni finanza della CONSOB, 1, 2010; Linciano N. e Soccorso P., *La Rilevazione della Tolleranza al Rischio degli Investitori Attraverso il Questionario*, Discussion Paper n. 4, CONSOB, 2012.

¹⁹⁰ Cit. Gentile M., Linciano N., Lucarelli C. e Soccorso S., *Financial Disclosure, Risk Perception And Investment Choices. Evidence From A Consumer Testing Exercise*, Quaderni CONSOB n. 82, 2015.

Uno schema esemplificativo, ma non completo, del rapporto virtuoso che dovrebbe esistere tra l'intermediario con cui si confronti per la prima volta un potenziale investitore al dettaglio e questi appunto, qualora decida di fruire della figura del consulente, è il seguente¹⁹¹. Per agevolare la lettura lo si è diviso nelle fasi fondamentali del rapporto: inizio, scambio informazioni, scelta di investimento, esecuzione, valutazione. È da notare che l'ordine temporale del flusso informativo risulta essere prima dal cliente al consulente finanziario e dopo dal consulente al cliente.



¹⁹¹ Si richiama in parte l'idea del lavoro di Yook K.C. e Everett R., *Assessing Risk Tolerance. Questioning the Questionnaire Method*, Journal of Financial Planning, August, pp. 48-55, 2003.

L'investitore protagonista della "simulazione" ha un patrimonio non particolarmente limitato, un reddito sicuro, che gli permette una certa capacità di risparmio. Nei prossimi anni vorrebbe raggiungere degli obiettivi di rendimento e lo comunica all'intermediario, il quale si deve accertare anche del profilo caratteriale dell'investitore (se è ansioso, ottimista, poco/molto tollerante al rischio). Entrambi nel dialogo contrattuale devono trovare un *benchmark* con cui misurarsi.

Precisamente, l'idea che si è voluta presentare con la precedente schematizzazione è individuare, per ogni fase del rapporto contrattuale idealizzato come quello descritto, lo spazio in cui si può inserire un potenziale intervento di educazione finanziaria, premesso che essa debba essere perseguita innanzitutto nel momento in cui il risparmiatore decide di investire e far fruttare i propri risparmi. Ad ogni modo, ogni qualvolta si presentano degli errori cognitivi e delle scorciatoie mentali, lì si dovrebbe pensare a dei percorsi di *debiasing* o anche di semplice alfabetizzazione, in modo che il cliente come anche l'intermediario possano diventare pienamente consapevoli dei loro limiti e agire di conseguenza sulle opportunità offertegli. Ne risulta che l'*investor education*, intesa come manovre correttive o di segnalazione del problema, può "insinuarsi" quando si devono definire gli obiettivi di investimento, legandoli ad un *benchmark* di ricchezza, nel correggere le distorsioni comportamentali, specialmente se legate a limiti cognitivi, quando si opera la rilevazione di tolleranza al rischio e la valutazione di adeguatezza. In quest'ultimo caso, ci si aspetta che l'intermediario, con una buona dose di interdisciplinarietà, sfrutti al meglio gli strumenti forniti dal regolare, come il questionario MiFID, per risalire alle effettive esperienze e conoscenze in materia di investimenti, alla situazione finanziaria e agli obiettivi investimento (*holding period*, preferenze rischio, finalità investimento) del cliente. Quegli ne dovrà poi rendere conto tramite *report* su *performance* e risultati nel breve e lungo periodo.

In un processo ideale di intervento di investor education, il cliente dappprincipio dovrebbe essere incoraggiato ad adottare un punto di vista ampio e flessibile, in merito alle prospettive di benessere. Di una veduta più larga se ne giova al momento di impregnarsi a lungo termine in una politica di investimenti e possibili disinvestimenti. Cliente e intermediario devono condividere se ben indirizzati una comune idea di insieme di eventi e probabilità collegate, dal momento che sono entrambi consapevoli dell'incertezza implicata necessariamente dalle decisioni finanziarie¹⁹². Un elemento chiave è svolto dallo scambio bilaterale di informazioni tra cliente e intermediario. *In primis*, la somministrazione del questionario, in cui il cliente deve essere stimolato a fornire risposte accurate, è un fondamentale momento di *education*. Presuppone un'adeguata formazione dei consulenti e con esso si cerca di attenuare alcuni errori tipici dell'investitore, orientandone gli obiettivi. Il questionario è un momento di possibile allineamento degli interessi degli attori coinvolti (clienti e consulenti) e sancisce il rapporto di fiducia che li dovrà unire. Le svariate domande¹⁹³ di *literacy* finanziaria più o meno difficili per la difficoltà oggettiva dei contenuti di economia (da elementare – si pensi a domande di *numeracy*, che analizzano la capacità di "saper far di conto" – a avanzata), hanno lo scopo di saggiare le

¹⁹² Cfr. sulla distinzione dei ruoli Kahneman D. e Riepe M.W., *Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences and Biases Advisor Should Know About*, Journal of Portfolio Management, 24, pp. 1.21, 1998.

¹⁹³ Questo è un punto molto dibattuto. Non è noto infatti quante domande si devono fare per avere stime precise. Cfr. Van Rooji M., Lusardi A. M. e Alessie R., *Financial Literacy and Stock Market Participation*, NBER Working paper, n. 13565, 2007.

conoscenze del cliente. È in questo frangente, più che in ogni altro (la financial *disclosure* è prevalentemente emanazione di una legge e non di una precipua volontà dell'intermediario), che il valore dell'educazione finanziaria emerge e può essere usato per assottigliare le asimmetrie informative.

3.1.2 Il Deficit di Educazione Finanziaria

La finanziarizzazione dell'economia, di cui al capitolo 1, ha moltiplicato le opportunità di risparmio, investimento, finanziamento ed assicurazione via via sempre più complessi¹⁹⁴. L'innovazione finanziaria unitamente all'integrazione dei mercati e alla moneta unica hanno sì fatto crescere barriere alla fruizione di certi servizi, ma hanno anche permesso di ampliare il numero di soggetti che, venendo a conoscenza delle opportunità di investimento con nuovi prodotti, manifestano l'intenzione di entrare attivamente sui mercati finanziari. Il *gap* tra i requisiti minimi per prendere parte al "gioco" degli investimenti e il livello di conoscenze (poche e blande) possedute dalla maggior parte degli investitori ha richiamato l'attenzione dei programmi di educazione finanziaria, al pari dell'intenzione di gestire le asimmetrie informative e allontanare la possibilità di conflitti di interesse.

In parte la crisi economica degli anni passati ha fatto emergere chiaramente l'esigenza di una politica per l'educazione finanziaria, in quasi tutto il mondo. Anzi, secondo molti studiosi¹⁹⁵, tra le cause della crisi economica e finanziaria 2007-2008 è da annoverare anche la scarsa alfabetizzazione in materia di molti agenti e decisori economici. Difatti è stata la scarsa e inadeguata cultura finanziaria a indurre molte famiglie americane a indebitarsi sottoscrivendo prestiti immobiliari *subprime*, senza valutare le proprie capacità di rimborso o le condizioni contrattuali retrostanti; oppure ha indotto molti a sottovalutare le scelte finanziarie effettuate esponendosi a rischi eccessivi¹⁹⁶. A ben considerare, la crisi può essere stata generata da un *mix* di innovazione finanziaria, asimmetrie informative, diseducazione finanziaria, problemi a livello regolamentare e di vigilanza, in un quadro macroeconomico contraddistinto da uno squilibrio tra risparmio ed investimenti¹⁹⁷. La crisi ha in parte fatto deflagrare lo sviluppo dell'Educazione Finanziaria per molti Paesi ed a vari livelli, pubblici e privati, per varie iniziative dirette alla promozione di tale necessaria cultura¹⁹⁸.

Le conoscenze finanziarie e più in generale economiche cessano di essere dei concetti astratti propri dei teorici, ma diventano abilità essenziale dell'individuo come strumento di consapevolezza nei mercati finanziari. Governi, *Authority*, organismi internazionali privati hanno opportunamente deciso di implementare programmi di educazione finanziaria del cittadino, del consumatore e dell'investitore *retail*, in risposta alle

¹⁹⁴ Cfr. Ronchini B., *L'Educazione Finanziaria*, in "Dizionario di microfinanza - Le voci del microcredito", (a cura di) G. Pizzo, G. Tagliavini, Carrocci Editore, 2013, p. 77.

¹⁹⁵ Cfr. Cecchini M., *Le Politiche per l'Educazione Finanziaria*, in *Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide*, Bancaria Editrice, 2011, p. 171.

¹⁹⁶ Così come rilevato dall'OCSE nel 2009, con l'elaborazione di un'analisi approfondita sulla "*Educazione Finanziaria come Possibile Risposta alla Crisi*", OECD, *Strategic Response to the Financial and Economic Crisis-Contribution to the Global Effort*, 2009.

¹⁹⁷ Cfr. Visco I., *L'Educazione Finanziaria di Fronte alla Crisi*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011, pag. 33.

¹⁹⁸ Cfr. Cecchini M., *Le Politiche per l'Educazione Finanziaria*, in *Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide*, Bancaria Editrice, 2011, p. 172.

difficoltà individuali e per riflesso sistemiche di fronte a delle decisioni finanziarie. In questo contesto, l'educazione finanziaria ha come scopo quello di garantire che ogni singola persona comprenda di essere un agente irrazionale e abbia capacità/conoscenze sufficienti per compiere scelte economiche efficienti senza (o quasi) commettere errori o lasciarsi ingannare da eventuali operatori scorretti¹⁹⁹. La realtà economica contemporanea, in effetti, quivi annesse le difficoltà dello stato sociale²⁰⁰, richiede al singolo risparmiatore responsabilità, capacità di pianificazione e di gestione del proprio patrimonio, tutte nozioni fornite dell'*investor education*²⁰¹, che intende formare un cittadino "finanziariamente educato", invero che possieda una maggiore dimestichezza con il binomio rischio-rendimento e col ruolo della diversificazione, nonché una maggiore capacità nel gestire efficacemente il proprio rapporto con l'intermediario/consulente²⁰², per (ri)stabilire un rapporto di fiducia adeguata alla portata degli investimenti. La IOSCO ha identificato il concetto di *literacy* nella comprensione che gli investitori ordinari hanno dei principi di mercato, degli strumenti, delle organizzazioni e dei regolamenti esistenti²⁰³.

Anche a livello di mercato, una maggiore cultura finanziaria produce i suoi effetti: un'autentica concorrenza nell'industria finanziaria presuppone non solo una molteplicità di fornitori, ma soprattutto una molteplicità di "consumatori" o più genericamente i singoli cittadini adeguatamente informati al momento di operare una determinata scelta finanziaria. Difatti, le difficoltà nel reperire ed elaborare le informazioni implicano un aumento dei costi di transazione, a scapito dell'intero sistema²⁰⁴. Maggiore cultura in ambito economico possono divenire strumenti di salvaguardia della stabilità del sistema e della libera concorrenza e mezzi anche per ricostruire l'essenziale fiducia di investitori e famiglie nel buon funzionamento dei mercati finanziari²⁰⁵.

3.1.3 *Need of Protection: Come si Trasmettono e Come si Percepiscono le Informazioni*

Il regolatore contemporaneo di fronte a diversi generi e gradi di incertezza sui contenuti da passare all'investitore ha adottato nel corso del tempo diversi atteggiamenti, che spaziano dal paternalismo autoritario agli orientamenti più moderati, fino a cercare semplicemente di favorire lo sviluppo della consulenza, come catalizzatore universale. Tuttavia le soluzioni finora adottate e ancora in corsa di elaborazione non sembrano aver avuto definitivamente risolto i problemi tipici di un rapporto di investimento.

¹⁹⁹ Cit. dal lavoro di Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione "Consumatori e Mercati" Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

²⁰⁰ Si pensi al progressivo invecchiamento della popolazione al problema della previdenza sociale. A tal proposito cfr. gli ultimi lavori di Lusardi.

²⁰¹ Cfr. Novarese M., *Educazione Finanziaria e Regolamentazione: Riflessioni di Economia Cognitiva*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, n. 1 pag. 102.

²⁰² Cit. Cecchini M., "Le politiche per l'educazione finanziaria", op.cit., pag. 172.

²⁰³ Cfr. International Organization of Securities Commissions, Education and Training Team, *Investor Education: An Analysis of IOSCO Member Websites and Web-Based Information*, 2012 e *Report on Investor Education Initiatives Relating to Investment Services: IOSCO Report*, 2013 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD404.pdf>);

²⁰⁴ Cfr. Cfr. Visco I., *L'Educazione Finanziaria di Fronte alla Crisi*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011, pag. 34.

²⁰⁵ Cfr. il documento de Ufficio Studi Investimenti Finanziari, *L'Educazione Finanziaria: Costi ed Opportunità per il Sistema Economico e Finanziario*, in *Investimenti Finanziari*, Trimestrale Indipendente di Risparmio e Finanza, n. 3, 2011.

A livello di tutela bancaria e finanziaria, si dirama un complesso di regole volte a garantire la trasparenza delle operazioni e la corretta conduzione delle attività bancarie-finanziarie, a favore del “contraente debole”, in seno all’adeguatezza del contratto. Si tratta di norme *top down*, invero la tutela dell’investitore è imposta dall’altro, dal regolatore, spesso europeo. Nella pratica, si fa divieto all’intermediario di porre in essere pratiche repressibili e lo si invita a favorire la concorrenza dei prezzi, la qualità dei servizi e l’innovazione dei prodotti. Al contrario di quanto la regolazione ha finora presupposto, l’educazione finanziaria si impone come strumento *bottom up*, per cui il cliente usufruisce, proprio in ragione delle conoscenze che possiede, anche di una forma di auto-tutela²⁰⁶. Essa, favorendo la fiducia, la stabilità e la competitività del mercato finanziario, pone alla pari l’entità regolatrice, l’intermediario e il risparmiatore, livellando il valore degli sforzi profusi nel rapporto contrattuale di investimenti degli ultimi due, tanto che grazie un’adeguata cultura finanziaria i clienti/investitori possono esercitare forme di controllo sull’attività degli intermediari, contro eventuali atti di negligenza e opportunismo. Tuttavia, il bisogno di protezione, che gli investitori riescono ora ad assicurarsi, necessita di tempo e tutto dipende dall’efficacia di programmi e iniziative di educazione finanziaria in cui si rientra. Del resto una maggiore educazione finanziaria del consumatore non implica affatto che il cliente non commetta mai errori e soprattutto, non fornisce una protezione assoluta contro le frodi, anzi, paradossalmente, può in qualche caso, arrivare a favorire addirittura un eccesso di fiducia²⁰⁷. Inoltre resisi conto dei problemi di un’*overdose* informativa, intrisa anche di tecniche manipolative delle informazioni, i legislatori nazionali ed europeo hanno convenuto implementare da un lato la responsabilizzazione degli intermediari, tramite la profilatura del cliente, e dall’altro piani di all’educazione finanziaria del consumatore²⁰⁸. Il quadro odierno vede emergere un ruolo sempre più attivo e partecipe del risparmiatore, attraverso forme di auto-tutela. Egli non resta più semplice oggetto di protezione, affidato alla regolamentazione sulla correttezza dei comportamenti degli intermediario, ma gli vengono forniti gli “attrezzi” per salvaguardare da sé il proprio denaro, rendendolo molto più preparato sui suoi diritti²⁰⁹. Il fine ultimo è riequilibrare il rapporto contrattuale, aumentando gli obblighi di entrambe le parti (informativi per l’intermediario e conoscitivi per il cliente), così da eludere ogni forma di asimmetria informativa e ristabilendo una simmetria tra i contraenti²¹⁰. Perciò, pur conservando e anzi incrementando i doveri di correttezza dell’intermediario, si vuole accrescere le conoscenze

²⁰⁶ Cfr. Visco I., *L’Educazione Finanziaria di Fronte alla Crisi*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011, pag. 35. E anche OECD, *Strategic Response to the Financial and Economic Crisis-Contribution to the Global Effort*, 2009.

²⁰⁷ Cfr. Visco I., *L’Educazione Finanziaria di Fronte alla Crisi*, op. cit., pag. 36 in Cit. dal lavoro di Cocciarelli G., *L’Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers’ Forum, Corso di alta formazione “Consumatori e Mercati” Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

²⁰⁸ Cfr. a tal proposito su tutti: Capobianco E. e Longobucco F., *La Nuova Disciplina sulla Trasparenza delle Operazioni e dei Servizi Bancari e Finanziari*, in *Contratto e impresa*, 2011, pp. 1142 ss; Vella F., *La Finanza è Bella: Regole per Viverla Meglio*, in *Analisi giuridica dell’economia*, n. 1, 2012, pag. 222; Meli V., *L’applicazione della Disciplina delle Pratiche Commerciali Scorrette nel “Macrosettore Creditizio e Assicurativo”*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011.

²⁰⁹ Cfr. Paracampo M.T., *Educazione Finanziaria e Protezione dei Risparmiatori: Miti e Realtà*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, n. 2, 2010.

²¹⁰ Infatti: *un regime di paternalismo burocratico intriso di pessimismo si contrappone a un regime fondato sulla fiducia nella attitudine selettiva dell’individuo informato, in una parola sulla fede nella ragione*. Minervini G., *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989.

finanziarie dell'investitore, sia in virtù di un ruolo più attivo e consapevole nelle decisioni d'investimento sia per il rafforzamento della sua stessa capacità di autotutela, obiettivo già sancito in termini generali dall'art. 4 del Codice del Consumo²¹¹. È da sottolineare ancora la complementarità dei due interventi: l'educazione finanziaria non è intesa esplicitamente come un onere dell'investitore (ne conseguirebbe uno spostamento del “baricentro” delle responsabilità a sfavore dell'investitore stesso²¹²). Infatti “l'educazione finanziaria può integrare ma non sostituire norme coerenti per la protezione dei consumatori nell'ambito della legislazione sui servizi finanziari, né può sostituire la regolamentazione e la stretta vigilanza sulle istituzioni finanziarie”²¹³; entrambi i contraenti vengono gravati da oneri e investiti di diritti, utili al sereno svolgimento del rapporto contrattuale.

3.2 Chi è l'Investitore *Retail*

L'investitore *retail* o al dettaglio è un tipo di cliente privo delle specifiche competenze professionali necessarie per orientare in maniera consapevole le proprie decisioni in materia di investimento.

Secondo la definizione fornita dal regolatore europeo, esso si colloca tra i tre principali *target* di clientela: clientela *private*, clientela *retail* e clientela *corporate*. La normativa MIFID non elenca quali soggetti rientrino nella categoria al dettaglio. Si dice che vengono individuati in via residuale, facendovi confluire tutti quei clienti che non sono o non possono essere trattati come clienti professionali o controparti qualificate. Ne sono un esempio famiglie, liberi professionisti, artigiani e piccoli commercianti. Questi sono oggetto del più alto grado di tutela, sancito dalla normativa di riferimento. Per esempio, gli operatori non qualificati (*i.e.* clientela *retail*) si distinguono nettamente dagli operatori qualificati, come gli investitori istituzionali che posseggono maggiori conoscenze circa il mercato di riferimento. Si può procedere anche a delle forme di *upgrading* del cliente, purché egli rinunci ai presidi di tutela previsti e solo dopo attenta valutazione da parte dell'intermediario del livello di competenza ed esperienza finanziaria del richiedente²¹⁴. Inoltre è previsto l'aggiornamento delle informazioni riguardanti la classificazione. Infatti le imprese di investimento devono notificare sia ai nuovi clienti sia ai clienti già esistenti la propria classificazione, informandoli del loro diritto di chiederne una diversa. Per la clientela al dettaglio, l'art. 39 Regol. intermediari²¹⁵ stabilisce che “al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza

²¹¹ Cfr. Paracampo M.T., *Educazione Finanziaria e Protezione dei Risparmiatori: Miti e Realtà*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2, 2010.

²¹² Cit. dal lavoro di Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione “Consumatori e Mercati” Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

²¹³ Cfr. la Relazione del Parlamento europeo del 2008 in Polimanti P., *Crisi dei Mercati e Tutela del Risparmiatore. Il Ruolo dell'Educazione Finanziaria e del Servizio di Consulenza*, in *Amministrazione in cammino*, (a cura di Prof. G. Di Gaspare), 2012.

²¹⁴ La direttiva MiFID specifica che la richiesta del cliente di cambiare la classificazione attribuitagli può essere inoltrata anche con riferimento ad uno o più servizi di investimento, uno o più prodotti finanziari, una o più operazioni di investimento. Inoltre la richiesta si può esplicitare in una maggiore o in una minore tutela.

²¹⁵ Cfr. Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007.

nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento”. Inoltre, l’intermediario che non abbia ottenuto le citate informazioni deve astenersi dal prestare i menzionati servizi; così facendo, il legislatore comunitario ha fatto venir meno la possibilità di ottenere il consenso dal cliente a procedere comunque ad un’operazione non adeguata. Al comma 7 dello stesso articolo si dice che gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste e che quelli non sono tenuti a verificare l’autenticità e la completezza delle informazioni a meno che esse risultino “palesamente inesatte, incomplete e superate”²¹⁶.

Nel nostro ordinamento è prevista una disciplina specifica (obblighi informativi, *disclosure* su conflitti di interessi, valutazione dell’adeguatezza delle operazioni), di emanazione europea, con la quale si giunge ad un’impalcatura di norme, regole e disposizioni che sono più connaturate al fabbisogno di tutela della clientela in esame. La portata innovativa della MiFID I si esplica non solo nella tripartizione della clientela (vedasi *supra*) ma anche nella nuova disciplina sugli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza di un’operazione. È difatti la categoria cui prevalentemente, ma affatto esclusivamente, si rivolgono tutte le iniziative di educazione finanziaria, affinché i clienti possano capire a fondo le dinamiche in cui si trovano generando dei meccanismi di tutela essi stessi.

3.2.1 Risparmiatore – Investitore

Nel corso della trattazione, si è preso atto della presenza di questo tipo di agenti, se ne sono misurate le capacità e si è vista l’estensione delle forme di tutela poste a suo presidio. È da considerare tuttavia che l’attività di investimento, per quanto ampiamente tutelata dalla normativa speciale, è sempre riconducibile alle c.d. forme di *risparmio consapevole* caratterizzate dalla centralità dell’intervento decisionale di colui che investe le proprie disponibilità monetarie²¹⁷.

Dall’art. 47 della Costituzione Italiana²¹⁸, che include e tutela il risparmio, come principio intangibile, “in tutte le sue forme” (in particolare, si distingue tra bancario e non-bancario), non è semplice chiarire a quale categoria appartenga l’investitore *retail*. Si tratta di risparmiatori che deliberatamente investono nei mercati azionari e non, per ottenere guadagni migliori, realizzare obiettivi o semplicemente far fruttare i propri risparmi. Quindi sembrerebbe che si tratti di risparmiatori consapevoli, che esprimono le proprie intenzioni investendo. Eppure la normativa attribuisce grande importanza a questi operatori, trattandoli come agenti inconsapevoli. Difatti il cliente ha interesse ad una prestazione di un servizio scevro da conflitti d’interesse con l’intermediario; questi, a sua volta, ha interesse ad erogare un prestazione che massimizzi la sua remunerazione (in alcuni casi, commissione) adottando però comportamenti coerenti con la finalità di tutela

²¹⁶ Cfr. Pellegrini M., *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, cit., p. 46.

²¹⁷ Cfr. Pellegrini M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in Capriglione F., *L’Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010, cit.

²¹⁸ Art 47 Cost.: La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l’esercizio del credito.

Favorisce l’accesso del risparmio popolare alla proprietà dell’abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.

del risparmio. Su ciò veglia l'Autorità di vigilanza nazionale che opera una ricognizione operativa e una valutazione del grado di correttezza comportamentale e trasparenza applicate.

Nel suo complesso, la consistenza del risparmio privato²¹⁹ fa di esso uno dei fattori rilevanti per il Paese. In virtù di questa importanza, i programmi di alfabetizzazione non possono fallire nell'educare il consumatore di prodotti e servizi finanziari, nella sua duplice veste di risparmiatore inconsapevole e investitore consapevole. Oltre a ciò, sapendo che vi sono innumerevoli problemi nel recepire, fornire ed elaborare le informazioni (vedasi *infra*), per via delle proprie attitudine, del contesto in cui ci si trova, della percezione che si ha di esso e della dissonanza cognitiva²²⁰, la gestione finanziaria spesso implica difficili scelte tra più alternative, in uno scenario di crescente complessità, con fenomeni che possono aver luogo solo una volta o raramente nella vita (per esempio di andare in pensione, acquistare una casa, avere figli). Ne risulta che l'educazione degli investitori è un cruciale punto di intersezione tra psicologia ed economia comportamentale e non, dove si deve raggiungere un punto di saturazione equilibrato tra autonomia e responsabilità per iniziative finanziarie, magari delegando a qualche figura professionale laddove le difficoltà fossero eccessive.

3.3 L'Investor Education

Sintetizzando, l'*investor education* è vista oggi come un *trait d'union* tra molteplici esigenze e che si avvale di diverse discipline. Occorre tenere presente che l'educazione finanziaria non è un tema privo di contraddizioni e contrapposizioni: per esempio ci si chiede a chi competa l'onere anche in termini di costo di istruire e promuovere lo sviluppo di facoltà intellettive in ambito economico-finanziario e in che modo deve essere portata a termine questa funzione educativa. Alcuni dubbi sono stati espressi in merito all'opportunità stessa dell'*investor education*. Una parte della letteratura ha evidenziato infatti che l'*investor education* riversa *in toto* sul risparmiatore la responsabilità delle scelte di investimento²²¹ e al contrario è stato rivelato come proprio i soggetti con scarse conoscenze economiche dovrebbero essere formati in suddetta materia con fini per esempio previdenziali e evitare che scelgano in modo non solo sub-ottimale ma anche sub-soddisfacente²²². Difatti in seno ad un sistema sociale in cui si demanda a scelte di investimento individuali, una strategia pubblica laddove anche politica di *investor education* diverrebbe uno strumento di *empowerment* potente e di

²¹⁹ Secondo Banca d'Italia in *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari. La ricchezza delle famiglie italiane* Anno 2014 Nuova serie Anno XXV - Numero 69 - 16 Dicembre 2015, si parla di quasi 4000 mrd di euro delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Infatti malgrado la crisi le famiglie italiane hanno visto crescere i propri risparmi da 3.500 miliardi di euro a 3.900, dal 2012 al 2014, facendo registrare un totale dell'attivo patrimoniale 5800 mrd di euro.

²²⁰ Come si vedrà nel seguito, questo fenomeno, originariamente descritto da Festinger (1957), potrebbe essere alla base della maggior parte distorsioni mentali (cfr. avanti euristiche) e può essere descritto come una percezione scomoda di contraddizioni all'interno di sé, che porta la persona a cercare di ridurre questo disagio, anche se implica un comportamento non costruttivo. Per ulteriori approfondimenti Shiller R. J., *Euforia Irrazionale*, Il Mulino Editore (Bologna), 2000, da Shiller R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press (Princeton, NJ), 2000 e Thaler R.H. e Sunstein C.R., *Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*, New Haven 2008; trad. it. di A. Oliveri, *Nudge. La Spinta Gentile. La Nuova Strategia per Migliorare le Nostre Decisioni su Denaro, Salute, Felicità*, Milano 2009.

²²¹ Cfr. Novarese M., *Educazione Finanziaria e Regolamentazione: Riflessioni di Economia Cognitiva*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, 2012 e Alemanni B., *Pensioni, Comportamenti e Regole*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2012.

²²² Lusardi A. e Mitchell S. O., *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing*, Netherlands Central Bank, Research Department, working paper n. 78 (<http://ideas.repec.org/p/dnb/dnbwpp/078.html>), 2006.

notevole rilevanza sociale²²³. Sull'efficacia che ad oggi hanno i progetti di alfabetizzazione finanziaria la letteratura si divide. Se da un lato sembra obiettivamente difficile controllare o addirittura eliminare i bias decisionali che dominano gli agenti, dall'altro si rischia anche di promuovere un livello fittizio di conoscenze tali però da indurre a sovrastimare le proprie capacità e causare danno per la reale incombenza e ignoranza in materia. I progetti di educazione finanziaria rischiano di istruire ma diseducare al contempo la cittadinanza, senza far sviluppare in essa pensiero critico e autocontrollo, ma al contrario eccesso di fiducia. Le tecniche di *debiasing* e di sistemi di supporto decisionale (*decision support systems*, DSS – Evans (1989) e O'Donnell e Grice nel 1993), che costituiscono il “braccio ramato” dell'*investor education* devono mostrare e insegnare a combattere per quanto possibile tutti i *bias* e gli atteggiamenti disfunzionali²²⁴. Un programma in questo senso dovrebbe simulare un processo decisionale e potrebbe prevedere l'applicazione combinata di più tecniche (Fischhoff, 1982; Keren 1990), come avviso (*warning*), descrizione del problema, *feedback* personalizzato e/o *training*. Il principale punto di debolezza di tutte queste tecniche è che il riconoscere gli errori può essere utile ma non implica un cambiamento automatico dei comportamenti; inoltre le tecniche di *debiasing* non sono sempre efficaci; in alcuni casi correggono un errore esacerbandone altri. Ad ogni modo, dall'inizio del processo mentale, che si innesca ogniqualvolta si devono prendere decisioni anche di allocazione dei risparmi, le occasioni per sbagliare e compiere scelte che indurranno all'errore sono molto frequenti. Uno schema ricorrente per procedere a riconoscere ed eliminare gli errori durante la fase di scelta è il seguente, che richiama l'idea della piramide degli investimenti (vedasi Schema 3.2).

Schema 3.2 – “Piramide” decisionale

Tipo decisioni	Tempi di elaborazione	Ragionamento da usare
Di alto interesse, strategicamente importanti, complesse o richiedono spiegazioni	Giorni, settimane, mesi	Rigoroso, basata su una dettagliata analisi teorica
Difficili ma che non richiedono grande sforzo valutativo	Giorni, ore	Quantitativo, essendo consapevoli del peso della decisione
Poco significative, frequenti, reversibili	Ore, minuti	Buon senso

Fonte: elaborazione personale da Lee Merkhofer Consulting (2014).

²²³ Cfr Righini E., *Behavioural Law and Economics. Problemi di Policy, Assetti Normativi e di Vigilanza*, Franco Angeli (Milano), 2012.

²²⁴ Così Righini E., *Behavioural Law and Economics. Problemi di Policy, Assetti Normativi e di Vigilanza*, Franco Angeli (Milano), 2012, cit. pag. 134.

L'attenzione del regolatore è tutta rivolta a quegli strumenti che aiutino i consumatori a superare i vincoli psicologici. Si vuole rendere i *consumers* consapevoli dei loro pregiudizi psicologici e prospettare loro dei modi per combatterli, tramite strumenti diagnostici e di intervento. Può essere importante incorporare all'interno del piano educativo la progettazione di processi di *marketing* e di imprenditorialità personale da trasmettere ai risparmiatori, sotto forma di consigli. L'obiettivo è possedere un programma di educazione finanziaria come un progetto strutturato di *better information*, parte del più ampio concetto di alfabetizzazione²²⁵, che si riferisce in generale a tutti gli aspetti della situazione finanziaria di una persona e può includere il concetto di capacità finanziaria (consapevolezza, conoscenze, abilità, atteggiamenti di una persona e comportamenti), senza però implicare necessariamente che gli investitori riusciranno a prendere migliori decisioni di investimento o ad evitare le frodi.

Il tema dell'educazione degli investitori e dei programmi di alfabetizzazione finanziaria è molto avvincente, soprattutto se si pensa che è un ulteriore portentoso strumento a disposizione della regolamentazione e della vigilanza. La sfida sta nell'identificare e utilizzare metodi efficaci per fornire materiali e messaggi educativi. In ultima analisi, il miglioramento delle competenze e conoscenze finanziarie possono incrementare la fiducia nel settore finanziario, e una maggiore probabilità che gli investitori vi prendano parte, cosa di cui potrebbe beneficiare a sua volta la raccolta di capitali e l'efficienza del mercato complessivamente.

3.3.1 Il Processo Decisionale

Nelle parole dell'OECD, l'educazione finanziaria è un percorso di acquisizione ed affinamento di conoscenze, competenze e atteggiamenti finanziari, nonché di ottimizzazione degli stessi, al fine di migliorare il proprio benessere economico²²⁶. Per poter realizzare scelte di investimento e poi anche scelte di portafoglio congrue con le proprie esigenze, è necessario possedere da parte dell'investitore delle abilità cognitive con cui reperire e elaborare correttamente le informazioni finanziarie. Per abilità cognitive si possono intendere al contempo la struttura di cui è dotato l'uomo per la manipolazione dei simboli, il sistema che regola i rapporti tra l'individuo e gli stimoli esterni, la capacità di rivoluzionare le proprie conoscenze e le proprie regole a seconda di diversi scenari. Una definizione generale dell'attività cognitiva comprende i processi di pensiero, di concettualizzazione e di ragionamento²²⁷. Molti psicologi poi parlano di abilità cognitive riferendosi a tutti

²²⁵ Per esempio cfr. Lusardi A. e Mitchell S. O., *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, Working Paper 18952, NBER, 2013.

²²⁶ Cfr. la già citata definizione presso OECD, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, 2005, pag. 26 e anche Nanula R. e Trifilidis M., *L'Educazione Finanziaria: Problemi e Prospettive*, op. cit; Ronchini B., *L'Educazione Finanziaria*, op.cit, pag. 78; OECD, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.

²²⁷ La letteratura sulle abilità cognitive è davvero vasta nell'ambito della psicologia e delle scienze dell'educazione. Alcuni riferimenti importanti sono: Cappa C., Muzio C., Rosiglioni R. e Zuliani A., *Quali Sono i Processi Cognitivi Coinvolti nel Calcolo Mentale e Scritto? Una Mappa per Descriverli*, Poster presentato a *Imparare questo è il problema -10° Convegno Internazionale*, San Marino, 2010; Franchi S. e Bianchini F., *On The Historical Dynamics Of Cognitive Science: A View From The Periphery*, in *The Search for a Theory of Cognition: Early Mechanisms and New Ideas*, Rodopi, 2011; Stella G., *Sviluppo Cognitivo. Argomenti di Psicologia Cognitiva*, Milano, 2000.

i comportamenti mentali le cui caratteristiche sottostanti sono la natura astratta, il coinvolgimento di processi simbolici, l'intuizione, l'aspettativa, l'uso di regole complesse e il *problem solving*²²⁸. Lo psicologo Allen R. E. nel 1993 ha inteso i processi cognitivi come "azioni o facoltà del conoscere", in contrasto con le "emozioni o aspetti motivazionali"²²⁹. Sono quindi l'insieme (infatti si parla per estensione di processi cognitivi) di attività o di facoltà che si attivano nei processi di conoscenza, consapevoli e non. Le abilità cognitive sono parte dell'apprendimento di ogni individuo, che nasce, cresce, invecchia e muore. Nel corso della vita cambiano le strutture cognitive del soggetto, sia per la fase di l'elaborazione dell'informazione, sia per quanto riguarda l'organizzazione delle rappresentazioni. I cambiamenti sono sia quantitativi, basati sull'aumento delle capacità e dell'efficienza delle strutture di elaborazione e manipolazione dell'informazione, sia qualitativi, basati sulla riorganizzazione delle conoscenze²³⁰. Quello che più sorprende è che lo sviluppo mentale è guidato dall'evoluzione biologica: le strutture interne si modificano e si plasmano in base agli eventi. Vi sono molte teorie e filoni di pensiero in merito, tra cui quelle di Piaget²³¹ e dello psicologo Vygotskij, che prende in considerazione il contesto storico oppure il cosiddetto approccio dell'elaborazione delle informazioni (HIP), che dice quali processi intellettivi adotta un individuo quando gli viene affidato un compito e in che modo essi varino in funzione dell'età. È da considerare inoltre che dal punto di vista neurologico a seconda del grado di abilità del singolo individuo, vi è uno spostamento delle funzioni da un'area corticale all'altra del cervello. Avviene che uno stesso processo mentale può riguardare aree diverse del cervello a seconda del grado di padronanza che ha l'individuo di quei processi. Invero, le strutture mentali di un esperto e quelle di un inesperto non sono identiche, anche se hanno o stesso esito, senza considerare poi anche il fabbisogno di risorse differenti tra l'uno e l'altro.

Tutto questo contribuisce a definire i diversi stadi del processo decisionale dell'investitore, che parte dalla raccolta delle informazioni. In merito a ciò, bisogna considerare che gli individui riescono, anche volendolo, a trattare e considerare allo stesso tempo un numero molto vasto di informazioni; sappiamo che devono operare una selezione delle informazioni da utilizzare al momento della presa di decisione e tralasciare quelle poco rilevanti. Come noto, le ricerche condotte dagli psicologi cognitivi mostrano che la selezione delle informazioni non è fatta sulla base di un valore oggettivo di importanza dei dati presi in considerazione ma secondo delle regole di tipo intuitivo²³². La finanza comportamentale, che in Italia agli inizi (fine novecento) aveva incontrato pochi sostenitori e molti critici²³³, è oggi ampiamente accettata e oggetto di studio. Si è capito infatti che non si può prescindere dall'analisi del funzionamento cognitivo del investitore. Per quanto un agente persona possa dirsi analitico, logico o razionale, non potrà mai disporre di risorse cognitive (quali memoria,

²²⁸ Cfr. Stella G., *Sviluppo cognitivo. Argomenti di Psicologia Cognitiva*, Milano, 2000.

²²⁹ Cfr. Allen R. E., *The concise Oxford Dictionary*, 8 ed., Oxford University Press, Oxford 1993, cit. in Cfr. Stella G, op. cit. p. 1.

²³⁰ Cfr. Stella G., *Sviluppo Cognitivo. Argomenti di Psicologia Cognitiva*, Milano, 2000.

²³¹ Piaget nel suo lavoro *L'epistemologia Genetica* (2000) ha affermato che "la conoscenza è un processo di costruzione continua".

²³² Vedasi tra gli altri, Gilovich T., Griffin D. e Kahneman D., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge University Press, pp. 397, 2002.

²³³ Cfr. Rubaltelli E., *Psicologia dei Mercati Finanziari*, Giornale Italiano di Psicologia, 2006.

attenzione e capacità computazionali²³⁴), in maniera illimitata. Da Aristotele a Cartesio, da Bentham a Freud, lo scopo di tutta l'attività psichica umana è conseguire il piacere ed evitare il dispiacere. E questo non potrebbe essere più vero per il consumatore-risparmiatore-investitore, dominato dai suoi fini utilitaristici. Da ultimo, se si considera il sistema fattori che influenzano il comportamento, concentrando l'attenzione non solo sul valore oggettivo (proprietà e qualità del prodotto) ma anche sul suo valore psicologico (le emozioni e i ricordi che attiva l'acquisto di un qualunque prodotto), si noterà un'altra regolarità empirica, molto in letteratura e confermata dai risultati sperimentali²³⁵, secondo la quale i soggetti con più elevate conoscenze finanziarie mostrano spesso una maggiore attitudine verso *bias* comportamentali. Ciò non sorprende. Infatti conoscenze e distorsioni comportamentali si riferiscono a due processi cognitivi che non necessariamente interagiscono tra loro, il ragionamento e l'intuizione. Invero, gli innumerevoli *bias* comportamentali, non sono necessariamente eliminati attraverso un ampliamento delle conoscenze economico-finanziarie²³⁶, secondo un approccio di trasparenza informativa adottato dal legislatore comunitario, noto come *cognitive disclosure*.

Lo stretto legame tra processo decisionale e comportamenti umani, fa di quest'ultime un fondamentale punto di analisi e uno strumento importante per l'educazione finanziaria, che deve provare a contemplare tutte le variabile in gioco, ivi comprese quelle antropologiche.

3.3.2 *Bias Emotivi ed Errori Cognitivi*

Con il seguente paragrafo si intende fornire un inventario quanto più completo delle euristiche e dei *bias* comportamentali cui si è accennato nelle pagine precedenti e in cui l'individuo incappa in situazioni di incertezza, *i.e.* quando individuo non è in grado di prevedere le conseguenze delle proprie azioni. La mappatura che segue mira a far comprendere l'uso delle euristiche nei processi decisionali²³⁷ e il ripetersi di errori nelle scelte di investimento. Inoltre, le scelte e le preferenze degli investitori possono allontanarsi da quelle teoricamente ottimali a causa delle divergenze tra il comportamento effettivo e quello razionale. Le cause sono da addurre prevalentemente a errori:

- Di ragionamento. Derivano da limiti cognitivi della mente; sono gli errori che semplificano, filtrano ed elaborano la realtà in modo imperfetto, spesso irrazionale (violazione degli assiomi di razionalità);
- Di preferenza. Derivano da limiti cognitivi delle preferenze; alcuni autori a tal proposito fanno riferimento a retaggi comportamentali primordiali, legati a tecniche di sopravvivenza, come un

²³⁴ La memoria a breve termine, ad esempio, può contenere circa 7 elementi (Miller, 1956). L'attenzione è in qualche modo selettiva, invero se si presta attenzione a un dettaglio si darà meno attenzione al contesto e viceversa.

²³⁵ Cfr. Gentile M., Linciano N., Lucarelli C. e Soccorso S., *Financial Disclosure, Risk Perception And Investment Choices. Evidence From A Consumer Testing Exercise*, Quaderni CONSOB n. 82, 2015.

²³⁶ Cfr. su tutti Willis L. E., *Against Financial-Literacy Education*, Iowa Law Review, 94(1): 197- 285, 2008 e Willis L. E., *Evidence and Ideology in Assessing the Effectiveness of Financial Literacy Education*, San Diego Law Review, 46(2): 415-458, 2009.

²³⁷ Cfr. Simon H.A., *A Behavioral Model of Rational Choice*, The Quarterly Journal of Economics, 69, 1, 99-118, 1995 e Bonini N., Del Missier F. e Rumiati, R., *Psicologia del Giudizio e della Decisione*, Il Mulino (Bologna), 2008.

comportamento innato o semplicemente molto antico, da uomo cacciatore- raccogliitore al pari di un investitore-risparmiatore odierno²³⁸.

Difatti, la ricerca indica che gli individui spesso agiscono irrazionalmente a causa di processi cognitivi e di condizioni ambientali²³⁹. Nel caso di risparmio e investimento, ci sono prove che le persone compiono decisioni finanziarie dominati da atteggiamenti come l'inerzia, avversione alle perdite, la procrastinazione, *etc.*

Attraverso numerose ricerche accademiche e indagini sperimentali (vedasi *supra* cap. 2), l'economia comportamentale è riuscita a isolare e talvolta anche a misurare l'effetto di molti di questi "atteggiamenti", mettendo in evidenza risposte comportamentali nel processo decisionale finanziario che hanno importanti implicazioni per la progettazione di programmi educativi per gli investitori. Al diritto e ai decisori pubblici è già nota questa relazione tra realtà oggettiva e quella interpretata. Questi sugli errori di ragionamento e di preferenze possono agire in diversi modi. Il più semplice di tutti è un intervento di tipo paternalistico, distinto a sua volta in autoritario, che si sostanzia in divieti e interventi *ex-post*, e paternalismo libertario, con cui le scelte sono orientate²⁴⁰. L'investor education, invece, si colloca nel filone di regolazione più *soft* e attraverso strumenti quali ad esempio delle tecniche di *debiasing* o di trasparenza informativa. In parte, vi si ricomprende anche il favorire lo sviluppo della consulenza, quale attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse²⁴¹.

Un'ultima precisazione è d'obbligo. Esiste una teorica differenza tra euristiche e *bias* cognitivi. Entrambi questi termini segnalano delle discrepanze tra il comportamento decisionale previsto (auspicato?) dai modelli economici e il comportamento reale messo in atto dagli investitori. Ma nello specifico, una euristica è una scorciatoia mentale utilizzata per risolvere un particolare problema; si tratta di una procedura rapida, informale e intuitiva che il cervello utilizza per generare una risposta approssimativa a una domanda di ragionamento. Nella maggior parte dei casi, le euristiche sono utili, perché permettono di fare rapidamente ragionamenti in un ambiente complesso, ma ci sono momenti in cui non aiutano a fare una corretta valutazione. Quando suddette euristiche producono un giudizio, a volte può risultare in un *bias* cognitivo, *idest* la tendenza a disegnare una conclusione errata in una circostanza sulla base di fattori cognitivi. Ad esempio, le persone tendono ad usare la disponibilità euristica per valutare la frequenza di una classe o la probabilità di un evento dalla facilità con cui istanze o occorrenze possono essere portati in mente. Per la maggior parte, questo è

²³⁸ Legrenzi, nei suoi quaderni educativi per il consulente e non solo, fa riferimento a questo punto di vista e di cui se ne cita l'esempio più significativo. Cfr. Legrenzi P., *I soldi in testa, Il Risparmio al Sicuro Dalle Emozioni: 100 Lezioni di Finanza Comportamentale*, pubblicazione a cura di Swiss & Global Asset Management Italia, 2012-2015, lezione n. 4.

²³⁹ Tra i molti, cfr. per il caso statunitense, U.S. Securities and Exchange Commission, *Behavioral Patterns and Pitfalls of U.S. Investors: A Report Prepared by the Federal Research Division, Library of Congress under an Interagency Agreement with the Securities and Exchange Commission*, Washington, D.C., 2010, online: <http://www.sec.gov/investor/locinvestorbehaviorreport.pdf>.

²⁴⁰ Una dettagliata panoramica a tal proposito è presente in Linciano N., *La Consulenza Finanziaria tra Errori di Comportamento e Conflitti di Interesse*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2012.

²⁴¹ Cit. Kahneman D. e Riepe M.W., *Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences and Biases Advisor Should Know About*, *Journal of Portfolio Management*, 24, pp. 1.21, 1998.

ragionevole, poiché è spesso più facile da ricordare cose che sono più comuni o probabile. Tuttavia, questo non è sempre il caso. La mancata corrispondenza tra il nostro giudizio e la realtà è il risultato di un pregiudizio.

Per leggere la tabella agevolmente, si riportano gli errori in ordine di come si potrebbero presentare durante le diverse fasi della decisione di investimento, comprensiva della presenza dell'intermediario (già richiamate, cfr. *supra*):

1. Raccolta ed elaborazione delle informazioni;
2. Emissione del giudizio e scelte di investimento;
3. Esecuzione;
4. Analisi della *Performance*.

Alcuni errori possono riguardare indistintamente sia gli intermediari sia il risparmiatore-investitore. Di ognuno poi si è cercata la definizione e le prove sperimentali dedotte dalla letteratura. In calce, si riportano i principali effetti e i possibili rimedi su cui l'*investor education* potrebbe fare leva. Va detto che alcuni dei *bias* riportati si alimentano l'un l'altro, per così dire. Ove possibile si riporterà traccia di questo legame. Inoltre alcuni dei *bias* sono "trasversali", validi sempre, indipendentemente dalla fase della scelta di investimento; si è deciso di collocarli nella fase in cui possono apparire per la prima volta. Questi sono prevalentemente: diversificazione del tempo, percezione selettiva, *mental accounting*, avversione alle perdite e *blind-spot bias*.

L'elenco riportato è ampio, ma non del tutto completo: si è deciso di trascurare i *bias* che non avevano uno stretto legame con le decisioni d'investimento e di inglobare in quelli menzionati gli errori che solo marginalmente riguardavano l'investitore o l'intermediario. In altri casi si sono omessi *bias* e euristiche e sono talmente frequenti per la mente del consumatori come tutti quelli sulle probabilità e la verifica di ipotesi, spesso condotte in modo molto *naïf*, che si è ritenuto superfluo riportarli. Le voci in grassetto, invece, indicano esplicite violazioni all'ipotesi di perfetta razionalità degli individui.

Tabelle 3.2 – Nomenclatura e caratteristiche delle disomogeneità comportamentali degli agenti economici

STRUTTARE BASE

Nome	
	Definizione
	Prove sperimentali
	Effetti
	Gestione

RACCOLTA ED ELABORAZIONE DELLE INFORMAZIONI

Blind-Spot Bias

	Non riconoscere la presenza di <i>bias</i> . Le persone riconoscono errori cognitivi ed emotivi più negli altri che in se stessi.
---	---

Unacceptability Bias

	Rifiuto o evasione delle domande imbarazzanti o che invadono la sfera privata.
---	--

Availability Heuristic

	Euristica della Disponibilità. Euristica cognitiva con cui un decisore si basa sulla conoscenza che è prontamente disponibile e ritiene probabile un determinato evento sulla base di un ricordo o di un episodio rilevante e non di indici oggettivi di riferimento.
	Ket (1973), Khaneman e Tversky (1974), Rumiati (1991), An e Shi (2012).
	È la tendenza ad assegnare maggiori probabilità ad eventi molto improbabili, ma che richiamano maggiormente l'attenzione e a sovrastimare le informazioni a disposizione.

Affect Heuristic

	Euristica dell'Influenza. Spiega come la percezione della realtà sia significativamente influenzata da ciò che si desidera in quel dato momento. Le decisioni che implicano rischi sono il risultato di un processo che riguarda le sensazioni che un certo comportamento provoca piuttosto che le riflessioni che si possono fare relativamente a quello stesso comportamento.
	Finucane <i>et al.</i> (2000). Slovic <i>et al.</i> (2006).
	Le persone quando affrontano scelte rischiose valutano delle sensazioni e non costi e benefici.

Curse of Knowledge

	La conoscenza dell'esito di un evento compromette le abilità di ragionamento sulle attese di un'altra persona.
	Prove sperimentali Wood (1978), Camerer, Loewenstein, Weber (1989), Kennedy (1995), Birch, Bloom (2007).
	Gli individui non possono ignorare le informazioni oggettive a disposizione; un ambiente di mercato riduce questa tendenza.

Ambiguity Effect

	La mancanza di informazioni viene tradotta come probabilità incognita.
---	--

Ostrich Effect

	Effetto Struzzo. Porta a nascondere la testa nella sabbia quando vengono presentati dati che contrastano con le proprie convinzioni.
---	---

Frequency Illusion

	Illusione della Frequenza – Baader-Meinhof Phenomenon. Spiega perché si inizia a vedere ovunque conferme di quanto si è recentemente appreso. Vicino all'euristica dell'influenza.
---	---

Information Bias

	Tendenza a cercare ulteriori informazioni anche se si sa che non incideranno sulla decisione.
---	---

Clustering Illusion

	Illusione dello Schema. È la capacità di individuare dei "pattern", ovvero degli schemi, attraverso i quali giungere rapidamente a delle conclusioni.
---	--

📌	Numeri ritardatari nel lotto.
📄	Spesso si vedono questi schemi laddove non esistono.

Isolation Effect

📄	Effetto Isolamento, Effetto Von Restorff. Un item che si distingue dagli altri per qualche caratteristica è ricordato meglio.
📌	Von Restorff (1933).

Conjunction

📄	Rappresentatività. Si dà risalto agli attributi che qualificano determinati stereotipi e situazioni familiari.
📌	Kahneman e Tversky (1974), Fisher-Statman (2002).
§	Quando si osserva una realizzazione empirica di un fenomeno aleatorio si pensa che essa sia rappresentativa, cioè riproduca le caratteristiche essenziali del fenomeno; pericolo di sottovalutare l'importanza della probabilità <i>a priori</i> e dei metodi statistici, per esempio sovrastimare la probabilità di due eventi congiunti e sottostimare la probabilità di due eventi disgiunti.

Anchoring and Adjustment

📄	Ancoraggio. A fronte di situazioni incerte, si eseguono tutte le valutazioni intorno a un punto di riferimento inopportuno o addirittura casuale (chiamato ancora); dal punto iniziale si procede per aggiustamenti successivi.
📌	Tversky e Kahneman (1974), Chapman e Johnson (2002), Bergman et al. (2010).
§	Il rischio maggiore è quello di usare un punto di riferimento inappropriato.
📄	Bisogna imparare a ragionare in termini di rendimenti reali e a valutare le proposte di investimento in base alle alternative disponibili. L'effetto può diminuire ma non sparire con maggiori abilità cognitive.

Timore Reverenziale

📄	Si tende ad attribuire autorevolezza a un'entità X (persona fisica o meno) quanto maggiori sono le sue credenziali. Non a caso esistono errori classici come l' <i>argumentum ad baculum</i> (lo ha detto chi comanda, quindi è vero) o l' <i>argumentum ad verecundiam</i> (questa cosa la dice anche Tizio, quindi è vera).
§	Si sottintende che l'autorevolezza è condizione sufficiente per l'affidabilità, ma in realtà è il contrario. Promotori finanziari, funzionari di banca, giornalisti, economisti etc. sembrano sempre più capaci ed esperti. Spinge a effettuare investimenti inadeguati solo perché raccomandati da una figura apparentemente autorevole.

Falsa Cultura, Apprendimento Approssimativo

📄	Comprende meccanismi di apprendimento che puntano sulla rapidità e non sulla precisione. Deriva del metodo induttivo.
§	Il soggetto deve ragionare in termini di probabilità senza possedere le basi statistiche necessarie. Tende quindi a sostituire le leggi del calcolo delle probabilità con leggi empiriche, spesso psicologiche, basate su: impatto emotivo (e.g. si sovrastima il rischio di incappare in una crisi valutaria); facilità del ricordo (si sopravvaluta la probabilità di morire per bocca di uno squalo e a sottovaluta quella di morire d'infarto); presunto livello di controllo ("scegliere pochi titoli personalmente è meglio che comprare un fondo che replica l'andamento del mercato").

Herd Behavior

	Comportamento del Gregge – Group Instinct. Tendenza del singolo ad agire come gruppo, scegliendo come riferimento un insieme di persone. In economia, descrive l'errore di chi copia gli investimenti da quelli di amici o conoscenti; altri vengono decisi in base a testimonial più o meno affidabili.
	Shiller (2000); Akerlof e Shiller (2009). Fernández et al. (2011).

Bandwagon²⁴² Bias

	Bias del Carro della Banda Musicale. Indica la tendenza a sviluppare una convinzione, non tanto sulla base della sua effettiva veridicità, ma quanto piuttosto in relazione al numero di altre persone che condividono quella stessa convinzione.
---	--

Ingroup Bias

	Tendenza a dare un trattamento preferenziale a coloro che si percepisce fanno parte dello stesso gruppo.
---	--

Small Size Effect

	Bias dell'Ordine di Grandezza – Order Of Magnitude Bias. Difficoltà nello stimare correttamente i diversi ordini di grandezza.
	Effetti sulle stime numeriche.

Information Bias

	Convinzione che più informazioni si raccolgono, più la decisione sarà oculata.
	Una sovrabbondanza di informazioni non sempre porta a realizzare azioni più efficaci.

DERIVANO DALLE PRECEDENTI

Conservatism bias

	Tendenza a mantenere valide conoscenze pregresse, nonostante l'emergere di nuove evidenze.
---	--

Recency

	Information Order Bias. Si pesa di più l'informazione più recente che quelle passate.
	Hogarth e Einhorn (1992), Tubbs, Gaeth, Levin e Van Osdol (1993).
	L'accountability riduce questa tendenza.

Overconfidence

	Eccesso sicurezza. Sicumera, innata fiducia in se stessi; l'investitore è sicuro di poter controllare tutte le variabili. Gli investitori hanno più probabilità di essere troppo sicuro di sé quando sono meno esperti.
	Tversky e Kahneman (1974), Griffin e Tversky (1992), Barber e Odean (2001).

²⁴² Il "bandwagon" in inglese indica il carro su cui viaggia la banda musicale durante le parate o altre manifestazioni pubbliche.

§	Favorisce una sottostima dei rischi; ad esempio, ostacolo alla diversificazione finanziaria. Movimentazione frequente degli scambi.
📄	Non fare affermazioni baldanzose; evitare che il cliente proietti l'overconfidence sulle valutazioni dell'intermediario, altrimenti ci sarà un'attesa di performance ingannevole. Considerare sempre l'incertezza degli esiti, annotare i casi in cui si è sottovalutato il rischio di un investimento o si sono sopravvalutate le proprie conoscenze o capacità.

Underconfidence

📄	Scarsa fiducia nell'attendibilità della previsione. Tende a prodursi quando le opinioni sono meno definite.
🔑	Griffin e Tversky (1992).
§	Si trova difficoltà nel formulare la valutazione fino a rinunciare o attribuirgli un intervallo di confidenza troppo ampio.

Unrealistic Optimism

📄	Ottimismo (Eccesso di) – Wishful Thinking. Convinzione che un evento incerto avrà comunque un esito favorevole.
🔑	De Bondt (1998), Armor e Taylor (2002).
§	Induce a sopravvalutare le probabilità di un evento favorevole (e quindi, implicitamente, a sottovalutare le probabilità che l'evento sia negativo); ostacolo alla diversificazione finanziaria. Si tendono a formulare aspettative troppo rosee sugli investimenti.
📄	Acquisirne piena consapevolezza. Tenere a mente tutti gli aspetti anche quelli negativi, per i dati storici e negli scenari futuri. Tenere una lista dei casi in cui l'investimento è andato male. Decidere preventivamente quanto si vuole dedicare agli investimenti più rischiosi e lo si comunica a un controllore esterno.

Disposition Effect

📄	Si sovrastima la propria abilità e il valore delle informazioni in possesso. Può derivare da overconfidence e ottimismo ed è una manifestazione dell'ancoraggio. Strettamente correlato alla regret aversion, è la tendenza a vendere troppo presto gli investimenti in guadagno e a tenere troppo a lungo quelli in perdita. Generalmente si accentua durante periodi di crisi e di mancanza di fiducia a livello macroeconomico.
🔑	Shefrin-Statman (1985), Walter (2006), Geneseev e Mayer (2001).
📄	“Tagliare le perdite e lasciare correre i profitti”, consente agli investitori di impegnarsi in una gestione degli investimenti disciplinata, in grado di generare rendimenti più elevati. Chiedere qual è il punto di riferimento del soggetto. Prediligere le prospettive future e non le performance passate. Stabilire preventivamente quando e a quali condizioni liquidare un investimento.

Similarity

📄	Porta a credere che qualcosa sia ciò che appare.
§	Le persone giudicano secondo la somiglianza con altre situazioni.

EMISSIONE DEL GIUDIZIO E SCELTE DI INVESTIMENTO

Mental Accounting

📄	Contabilità Mentale. Consiste nel compiere scelte economiche sulla base di una arbitraria suddivisione del denaro a disposizione in differenti “poste contabili” mentali, in contraddizione con il principio di fungibilità (perfetta sostituibilità) del denaro.
---	--

🔑	Shefrin e Thaler (1985 e 1999), Heath (1995), Cheema e Soman (2006).
§	I clienti convivono meglio con i rischi assunti e si impongono maggiore autocontrollo. Sono tre gli aspetti principali dei conti mentali: <ul style="list-style-type: none"> a) I risultati di un investimento vengono percepiti e valutati diversamente in funzione del conto coinvolto; b) Le risorse vengono esplicitamente assegnate a diversi conti e mantengono un elevato grado di autonomia; c) I conti vengono valutati con diverse frequenze temporali e comportano differenti aggregazioni di elementi decisionali.
📄	Il consulente deve capire se è un punto di forza o di debolezza. Considerare tutti gli investimenti possibili e adeguare un'unica politica adatta con gli obiettivi.

Choice preference

📄	Troppe opzioni inibiscono la selezione di una scelta.
🔑	Sethi-Iyengar, Huberman e Jiang (2004).

Self Control Bias

📄	I decisori tentano di resistere alle tentazioni, imponendosi una qualche forma di autocontrollo. V'è un conflitto tra le conseguenze delle scelte a breve e lungo termine.
🔑	Tendenza sistematica a consumare di più nel breve periodo a scapito della possibilità di destinare risorse al risparmio.

Bias Utilità Attesa

📄	Gli individui non calcolano la perdita o il guadagno attesi, come somma dei prodotti delle probabilità per gli importi previsti.
§	Non ragionare in termini di utilità attesa è indice di irrazionalità ed emotività.

Framing Effect

📄	Effetto Incorniciamento, Effetto Comparazione – Ebbinghaus Illusion. La persona di fronte a una decisione non è influenzata solamente dallo scenario in sé e dai possibili percorsi decisionali, ma anche, ed in maniera determinante, dal modo in cui viene presentato un certo problema.
🔑	Tversky e Kahneman (1979), Holzahuer e Mcleod (2009).
§	Le decisioni di investimento dipendono dal contesto in cui viene assunta la decisione stessa; in particolare, dalle modalità con le quali l'opzione da scegliere viene presentata al soggetto.
📄	Assicurarsi che il <i>frame</i> sia più vasto possibile. Meglio un processo <i>top-down</i> che consideri contemporaneamente tutti gli obiettivi del cliente.

Narrow framing

📄	Propensione a selezionare investimenti singolarmente, invece di considerare l'impatto sul portafoglio.
🔑	Sperimentali: Kahneman e Lovallo (2003).

Euristica della Dominanza Asimmetrica

📄	Nel dubbio tra opzioni qualora ne venga prospettata una nuova la scelta ricade nel mezzo ovvero su quella alternativa che si presenta più vicina a quella da ultimo aggiunta. Richiama all'effetto incorniciamento.
---	---

Illusione del Controllo

	Tendenza a trascurare o sottostimare l'importanza del caso nei compiti dove si pensa che l'abilità sia predominante.
	Langer (1975), Rumiati (1991).
	Saper controllare facilmente tutto per esempio con internet o con le transazioni <i>on line</i> non significa garantirsi <i>performance</i> migliori.

Status Quo Bias

	Pregiudizio dello Status Quo. Tendenza a vedere una preferenza sproporzionata per la situazione esistente al momento di una scelta, al fine di orientare quella scelta medesima.
	Kahneman, Knetsch, e Thaler (1991), Anderson (2003), Thaler e Benartzi (2004).
	Al peggioramento delle condizioni applicate sui conti correnti e sui depositi, gli individui non chiudono il rapporto intrattenuto con la banca in favore di banche concorrenti. Gli analisti finanziari tendono a rivedere in modo conservativo le informazioni positive o negative diffuse sul mercato in controtendenza rispetto alla <i>performance</i> dei titoli emessi dall'impresa.
	Chiedersi cosa si farebbe altrimenti.

Rosy Retrospection

	Tendenza a scontare eventi passati più che proporzionalmente rispetto a quando sono accaduti
---	--

Telescoping effect

	Eventi recenti sembrano essere accaduti in passato remoto e eventi remoti sembrano essere accaduti di recente.
---	--

Avversione agli Estremi

	In presenza di dati raccolti, chi è sensibile all'avversione agli estremi riterrà ininfluenti i dati che più si scostano dai valori medi, perché è portato a credere che si tratti di "disturbi".
	<i>In medio stat virtus.</i>

Composizione di Portafoglio e Diversificazione

	Si distingue per: 1. Tipologia di attività (<i>asset allocation puzzle</i>); 2. Tipologia di emittente (<i>naive diversification</i>); 3. Area geografica (<i>home country bias</i>); 4. Disposition effect: euristica (tendenza a movimentare troppo il portafoglio); Diversificazione del tempo.
---	---

Subadditività

	La somma di tanti piccoli costi viene percepita come minore rispetto allo stesso prezzo presentato in soluzione unica.
	Se si spezzetta un'offerta da 7 euro in 7 offerte da 1 euro, le 7 offerte verranno percepite come meno gravose dell'unica offerta.

Neglect of Probability

	: tendenza a sottovalutare la probabilità in condizioni di incertezza.
---	--

Easy of Recall Bias

	Euristica della Familiarità – Home (Country) Bias. Si compone in realtà di: <ol style="list-style-type: none">1. Preferenza per investimenti domestici (<i>home bias</i>); si adotta l'euristica della familiarità se si deve scegliere tra titoli e si preferiscono quelli su cui si ritiene di essere più competenti e informati;2. Preferenza per la prossimità culturale;3. Preferenza per la prossimità professionale (<i>local bias</i>).
	Kilka e Weber (2000).
	Allocazione a prestazioni inferiori, distorsione della percezione del portafoglio. Richiamo overconfidence e ottimismo.
	Ricordare che la diversificazione deve essere anche geografica per essere efficace.

Pseudocertainty Effect

	Tendenza a compiere scelte <i>risk-averse</i> se il risultato atteso è positivo e <i>risk-seeking</i> se gli esiti attesi sono negativi.
---	--

Effetto Certezza

	È l'equivalente finanziario del rifiuto dell'incertezza. Sovra/sotto-ponderazione delle probabilità degli eventi possibili, anche quando esse sono note e non devono essere stimate.
	Tversky e Kahneman (1986).
	La mente umana tende a vedere la certezza anziché l'incertezza, la causa e l'effetto invece della semplice correlazione.

Zero Risk Bias

	Amore per la certezza. È la tendenza a preferire la completa eliminazione del rischio, benché le alternative insieme producano una maggiore riduzione del rischio generale.
	Baron, Jonathan; Gowda, Rajeev; Kunreuther, Howard (1993).

Hyperbolic Discounting

	Attualizzazione Iperbolica, Miopia – Present Bias, Temporal Framing. Propensione a scegliere benefici immediati rispetto a opzioni più a lungo termine. Generale incoerenza dinamica.
	O'Donoghue e Rabin (1999), Brown, Kling, Mullainathan e Wrobel (2008), Akerlof (2011).
	Tendenza inevitabilmente a sovrastimare le capacità dell'“io futuro”, come se fosse una sorta di superuomo che sarà in grado di mangiare ultra-sano, risparmiare ogni centesimo e studiare/lavorare senza distrazioni per ore.
	Pensare a come agiscono i clienti e non a quello che dicono. Predisporre documenti che evidenzino anche il lungo periodo. Stabilire insieme cosa si intende per breve e lungo periodo

Procrastination

	Post-porre la decisione. Costi/benefici presenti benefici sono più saliente rispetto a costi/benefici futuri.
	Lay (1986), O'Donoghue e Rabin (2001), Andreou (2007).

Irrational Escalation

📄	Prendere decisioni irrazionali solo per tenere fede a decisioni razionali prese in passato. Tendenza a seguire le decisioni passate, soprattutto quelle recenti, piuttosto che valutare oggettivamente il presente.
§	L'investitore tende a staticizzare il mercato in cui si trova, per il desiderio della sicurezza conseguente alla stabilità.

Reactance

📄	Reattanza. Rappresenta il desiderio di fare il contrario di ciò che gli altri vorrebbero che facessimo.
§	La reattanza nasce dalla volontà dell'individuo di difendere la propria libertà di scelta.
📄	Invece di imporre un'unica scelta è molto più efficace offrire un ventaglio di opzioni che vanno nella direzione desiderata

Obsequiousness Bias

📄	Tendenza ad alterare sistematicamente le risposte, verso ciò che desidera sentire il richiedente
---	--

Omission Bias

📄	Bias dell'Inazione. Tendenza a preferire l'inazione rispetto a qualsiasi azione, anche la più piccola.
---	---

Inertia, Default

📄	L'opzione predefinita diventa la selezione de facto anche se non è la scelta ottimale
🔑	Beshears et al. (2008).

Gender Bias

📄	Vi sono delle differenze di genere di cui tenere conto, ma quando gli individui hanno lo stesso livello di educazione finanziaria non ci sono differenze sostanziali.
🔑	Effetti molto discussi. Lawrence e Prakash (2013).

ESECUZIONE

Loss Aversion Bias

📄	Avversione Perdite. Diversa dall'avversione al rischio; a parità di cifre (ma anche in caso di guadagni sostanzialmente più elevati), gli investitori hanno più paura di perdere che piacere nel guadagnare.
🔑	Odean (1998).
§	Si preferisce evitare le perdite, piuttosto che ottenere dei guadagni. Può essere una motivazione per investire al punto che quando le persone percepiscono una perdita, diventano risk-seeking. Nel valutare una situazione dal punto di vista di una perdita potenziale, si verificherà "loss framing". Un investitore dopo delle perdite, per esempio, potrebbe decidere che un rischio maggiore è necessario per raggiungere il suo obiettivo.
📄	Deve essere quantificata. Non si deve associare investimenti ad alto rischio a investitori distintamente avversi alle perdite e viceversa. Scegliere gli investimenti in base alla capacità sopportazione delle perdite.

Myopic Loss Aversion

📄	Combinazione di avversione alla perdita tendenza a valutare i risultati di frequente. Questo porta gli investitori ad essere più disposti a investire una quota maggiore del loro portafoglio in attività rischiose se valutano i propri investimenti con minore frequenza.
🔑	Benartzi e Thaler (1995).

Snake Bite Effect

📄	Stato psicologico dovuto a un'esperienza pregressa di perdite finanziarie. Di solito interessa le persone più sensibili e caratterizzate da una maggiore propensione al rimpianto.
---	--

Dissonanza Cognitiva (Percezione Selettiva)

📄	Consiste nel modificare la visione della realtà, proiettandovi le proprie aspettative. Psicologicamente, andare contro le nostre aspettative genera dissonanza. Si cerca di modificare la realtà delle cose, per esempio amplificando le informazioni che "ci danno ragione" e minimizzando quelle che ci sono contrarie. L'investitore percepisce ciò che si aspetta di vedere.
🔑	Festinger (1957), Cheng e Holyoak (1989).
🔗	In campo finanziario la dissonanza cognitiva ci porta a inventare modelli interpretativi illogici pur di giustificare investimenti dettati dall'avidità, dall'ignoranza o da altri fattori. Predisposizione a valorizzare i dati che confermano i nostri preconcetti e ad ignorare le informazioni che vi invece vi corrispondono.
📄	Spesso viene ignorata, minimizzata, risolta parzialmente. Si deve lavorare con strategie predefinite, indipendenti dalle "sensazioni", ma affidate ai numeri; definire dei limiti di stop loss ²⁴³ .

Sunk Cost Effect

📄	<i>Escalation</i> . È la tendenza a valorizzare di più un investimento, dal momento che si è già investito tempo e denaro in esso.
🔑	Larrick, Morgan e Nisbett (1990), McAfee, Mialon e Mialon (2008).
📄	La formazione professionale economica può servire per mitigare le stime.

Déformation Professionnelle

📄	Tendenza a guardare le cose in base alle all'impronta della propria professione, dimenticando di adottare un punto di vista più ampio.
---	--

ANALISI DELLA PERFORMANCE

Confirmation Bias

📄	Si dà maggiore rilevanza alle sole informazioni in grado di confermare la tesi iniziale a ignorare le informazioni che la smentiscono. Vicino all'euristica dell'influenza. Le persone con un alto bias di conferma mostrano spesso maggiore overconfidence.
🔑	Kahneman e Tversky (1974), Bailey, Kumar e Ng (2011), JaeHong Park et al. (2010)
🔗	La nuova informazione viene ignorata se non conferma la bontà dell'investimento effettuato.
📄	Andare alla ricerca dei dati e delle notifiche che potrebbero contraddire il nostro punto di vista e confrontarle con quelle che lo supportano.

Illusione della Validità

²⁴³ In economia si definisce *stop loss* il tetto limite di prezzo al raggiungimento del quale, allo scopo di limitare la perdita, si impartisce comunque l'ordine di vendere.

📄	Verificare un'ipotesi attraverso delle conferme. Assenza del <i>confirmation bias</i> .
🔑	Kahneman e Tversky (1974), Legrenzi (2002).

Gambler's Fallacy

📄	Quando dobbiamo valutare la probabilità di accadimento di un evento ci si fa influenzare troppo dagli eventi accaduti in precedenza, anche se questi sono statisticamente indipendenti. Riconducibile a euristica della rappresentatività.
📄	Dipende molto dalla combinazione tipo cliente-tipo prodotto.

Regret Aversion

📄	<p>Si distingue in:</p> <ol style="list-style-type: none"> Rimpianto da omissione: è collegato a un'azione che l'individuo avrebbe potuto compiere ma non ha fatto. Rimpianto da commissione: è collegato a un'azione che è stata compiuta. Spesso gli si preferisce l'immobilismo, perché il rimpianto da omissione genera meno dispiacere di quello da commissione. <p>Ne è un effetto il <i>disposition effect</i>. Il livello di soddisfazione dipende non da aspetti assoluti bensì dalla differenza tra quello che è stato fatto e quello che si poteva fare (importanza dei punti di riferimento).</p>
🔑	Loomese e Sugden (1982), Zeelenberge e Beattie (1997), An e Shi (2012).
📄	Sembra che ci sia un modello temporale di rammarico. Si genera più rammarico agendo nel breve termine; ma inazioni o errori di omissione possono produrre più rammarico nel lungo periodo.

Self-Attribution Bias

📄	Distorsione da Auto-Attribuzione – <i>Self-Serving Bias</i> . Gli individui (investitori o intermediari) tendono ad attribuirsi il merito al verificarsi di un evento favorevole e ad attribuire gli esiti negativi agli altri, senza considerare che i risultati potrebbero non derivare da una semplice relazione di causa-effetto rispetto alle variabili esaminate in occasione dell'investimento bensì da una serie di fattori molto più ampia e, potenzialmente, non completamente identificabile. Può anche manifestarsi come una tendenza per le persone a valutare informazioni ambigue in modo vantaggioso per i loro interessi. Legame con overconfidence
🔑	Fischhoff, Slovic e Lichenstein, (1977).
🔗	Un rendimento negativo sul proprio portafoglio genera minore insoddisfazione se può essere attribuito alle scelte del consulente o all'andamento generale del mercato.
📄	Tenere traccia degli errori personali e dei successi. Fornire un feedback.

Modesty Bias

📄	Tendenza a incolpare degli errori se stessi mentre si attribuiscono i successi a fattori situazionali. Opposto del self-serving bias.
---	---

Egocentric Bias

📄	Si verifica quando le persone attribuiscono più responsabilità a se stessi di quanto un osservatore esterno avrebbe fatto per i risultati di un'azione comune che un.
---	---

Planning Fallacy

📄	Troppo ottimisti sul tempo che si impiegherà per realizzare i nostri obiettivi.
---	---

Hindsight Bias

	Senno di Poi, Giudizio Retrospectivo. Consiste nel ritenere ciò che oggi appare ovvio come se lo fosse stato anche in passato.
	Slovic e Fischhoff (1977), Rumiati (1991), Holzl e Kirchler (2005), Biais e Weber (2007).
	Induce a considerare il passato in modo deterministico come se fosse l'esito ovvio di una successione necessaria di eventi. Le analisi degli andamenti di borsa tendono a far apparire qualsiasi evento prevedibile, ossia riconducibile a fattori analizzabili ex ante, anche se di fatto è stato determinato da fattori casuali.
	Chiedere periodicamente al cliente di formulare alcune previsioni di breve periodo sullo scenario economico. Domandare al cliente cosa immaginava tempo prima. Valutazione a posteriori dell'a priori.

Self-Fulfilling Prophecy

	Tendenza a impegnarsi in comportamenti che provocano risultati che (consciamente o inconsciamente) confermano le proprie convinzioni.
---	---

Galatea Effect

	Derivato dalla self-fulfilling prophecy, si verifica quando il successo (o l'insuccesso) di una persona è influenzato dalle sue convinzioni sulle proprie abilità.
	V'è una forte influenza di ciò che pensiamo di noi stessi e delle nostre capacità.

Placebo Effect

	Consiste nell'influenzare l'avverarsi di un evento attraverso la convinzione che quell'evento debba verificarsi.
---	--

Choice-Supportive Bias

	Bias della Scelta. Spiega la tendenza a razionalizzare le scelte fatte, anche se tali scelte sono state impulsive o sono state fatte sulla base di gravi lacune informative.
---	---

Negativity Bias

	Bias della Negatività. Consiste nel dare maggiore peso agli aspetti negativi rispetto a quelli positivi.
	Rozin e Royzman (2001).
	Dimostrazione dell'avversione alle perdite.

Positive Outcome Bias

	Si tende nella previsione a sovrastimare la probabilità delle cose buone che accadono
---	---

Endowment Effect

	Effetto Dotazione – Divestiture Aversion. È l'ipotesi che le persone attribuiscono più valore alle cose solo perché le posseggono.
	Kahneman, Knetsch, e Thaler (1991).
	Le persone tendono a pagare di più per conservare qualcosa che posseggono, piuttosto che per ottenere qualcosa che non possiedono, anche quando non vi è alcun motivo di attaccamento, o

	anche se l'oggetto è stato ottenuto solo pochi minuti prima. Riluttanza a vendere i titoli in portafoglio.
	L'effetto è ridotto se viene indotto uno stato d'animo negativo prima che il bene sia acquisito.

Effetto Possesso

	A perdita è incorniciata come perdita del possesso, mentre il guadagno come sua ottenimento.
	Kahneman, Knetsch, Thaler (1990).
	Dimostrazione avversione perdite.

Focusing Effect

	Polarizzazione della previsione a causa dell'eccessiva importanza data ad un aspetto di un evento.
	Causa errore nel predire accuratamente l'utilità di un risultato futuro.

Impact Bias

	Spesso le persone sovrastimano la lunghezza o l'intensità dell'impatto dei futuri stati emotivi.
---	--

Post-Purchase Rationalization

	Tendenza a convincere se stessi via argomentazioni razionali che un acquisto è stato opportuno.
--	---

Survivorship Bias

	Una forma di bias di selezione; ci si concentra su ciò che è sopravvissuto al presente e si ignora ciò che è stato perso.
---	---

Self-Enhancing Transmission Bias

	<i>Bias del Pavone</i> . Si è portati a condividere maggiormente i successi, rispetto ai fallimenti.
---	--

Euristiche di Valutazione

	Riguardano le attese su: <ul style="list-style-type: none"> - Rapporto prezzo utili (PE, <i>price-earning ratio</i>); - Rapporto prezzo/utigli corretto per la crescita (PEG); - Rapporto prezzo /vendite (<i>price to sales</i>).
---	---

Fonte: elaborazione personale.

3.3.3 Aspetti Problematici dell'Educazione Finanziaria

A seguito di questa analisi, l'educazione finanziaria si presenta indubbiamente come uno strumento di incredibile valore sociale solo se lo si usa con obiettivi realistici e ragionevoli²⁴⁴. I principali problemi sono insiti nella sua stessa natura. Non si tratta di un strumento che da solo può produrre effetti duraturi o sostanziosi, anzi si rischierebbe di trasformarla in un rischioso meccanismo utilizzato di eccessiva

²⁴⁴ Cfr. Megale G. e Sorgi S., *Guida all'Educazione Finanziaria. Istruzioni per un Corretto Uso della Finanza Personale*, Il Sole 24 Ore Libri, 2010, pag. 15, cit. in Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione "Consumatori e Mercati" Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

responsabilizzazione del consumatore-investitore. Quindi il numero e la portata di *bias* ed euristiche impediscono ai programmi educativi di agire da soli. In secondo luogo, “l’efficacia dell’educazione finanziaria dipende fortemente dalle priorità che si assegnano ai contenuti, sia riguardo agli obiettivi sia riguardo al tempo, sia alla motivazione”²⁴⁵, e al momento non è possibile pensare che la volontà di educarsi sia in capo al singolo individuo né rimandare tutto ai programmi di education, di qualunque natura siano e attraverso qualunque canale si perpetrino. Un altro aspetto delicato infatti concerne le modalità con cui vengono erogate le cognizioni finanziarie, i “canali distributivi”, con cui limitare gli errori cognitivi e far fruire liberamente l’informazione economica di rilievo. L’efficacia dipenderà dall’attenzione dei destinatari – appartenenti a gruppi di soggetti diversi (giovani, adulti, uomini e donne), ottenuta calibrando le modalità di insegnamento sulle capacità di comprensione di ciascun *cluster* di soggetti a cui è indirizzato²⁴⁶. In ultima istanza, v’è il problema dei soggetti, enti o altro che si fanno promotori di questi programmi e portatori di questa nuova cultura economica²⁴⁷, senza lasciar prevalere interessi di parte a scapito dei destinatari, dei loro obiettivi, desideri e soprattutto euristiche.

Tutte le problematiche evidenziate, a modesto avviso di chi scrive, sembrano essere i principali punti critici dei programmi educativi in materia finanziaria, sia per quanto attiene la predisposizione stessa del programma, sia per quanto riguarda la relativa efficacia.

3.4 Quali Informazioni Rilevare e Come. Il Ruolo della Trasparenza e del Rapporto di Fiducia

Il contro-altare naturale dell’*investor education* è la vigilanza. Il ruolo delle Autorità di vigilanza (in sua loro forma informativa, ispettiva e regolamentare) è fondamentale. Con strumenti strutturali, prudenziale, informativi, ispettivi, di gestione e risoluzione delle crisi, esse possono riallineare le asimmetrie e tutelare i risparmiatori. Nello specifico, le autorità che vigilano devono far rilevare correttamente la tolleranza al rischio per consolidare il rapporto di consulenza e adempiere all’obbligo di conoscere il cliente ai fini dell’adeguatezza. Ma sono innumerevoli le difficoltà:

- a. Il rischio così come anche il binomio rischio-rendimento è innanzitutto una misura soggettiva e dipendente da molteplici fattori.
- b. La tolleranza al rischio è influenzata da molteplici fattori sia emotivi (esperienze passate) sia psicologici (*overconfidence*, grado impazienza, avversione alle perdite, ottimismo; vedi *supra*).
- c. La rilevazione deve basarsi su dati psicometrici validi e attendibili (*layouting*, struttura, tipo domande, profilo linguistico-culturale).

²⁴⁵ Vedi nota *supra*, cit. p. 17.

²⁴⁶ Cfr. Paracampo M.T., *Il Ruolo dell’Educazione Finanziaria nella Recente Disciplina del Mercato Finanziario*, in Rivista di Diritto Bancario, Giugno 2011, cit. pag. v111.

²⁴⁷ Cfr. Megale G. e Sorgi S., *Guida all’Educazione Finanziaria. Istruzioni per un Corretto Uso della Finanza Personale*, Il Sole 24 Ore Libri, 2010, pag. 18, cit. in Cocciarelli G., *L’Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers’ Forum, Corso di alta formazione “Consumatori e Mercati” Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

- d. Molto è ancora lasciato all'autovalutazione sull'atteggiamento verso rischio con domande assenti o mal poste, poco chiaro o comprensibile

Dall'ultimo rapporto CONSOB-Eurisko, sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, tuttavia, emerge che: “le conoscenze finanziarie e le capacità logico-matematiche degli italiani rimangono base. Inflazione, diversificazione, relazione rischio-investimento, interesse semplice e rendimento atteso di un investimento continuano a essere nozioni poco note e di difficile applicazione”²⁴⁸. Sembra dai dati più recenti che il 18% degli individui non abbia la minima familiarità con alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre dal rapporto emerge un divario significativo tra “abilità percepite e conoscenze dimostrate”. Il 55% non specifica adeguatamente la diversificazione degli investimenti, il 57% non sa spiegare la relazione tra rischio e investimento e ben il 72% non riesce a calcolare rendimento atteso di un investimento. Nel rapporto si porta ancora una volta all'attenzione la bassa partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari rispetto alla media europea. Ma il *trend* è positivo grazie specialmente agli investitori *retail* che detengono almeno un'attività rischiosa (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita, passata dal 26% nel 2013 al 48% nel 2015)²⁴⁹. Si può parlare gergalmente di diseducazione finanziaria.

In accordo con la letteratura che ruota attorno al questionario MIFID per la valutazione di adeguatezza, v'è l'obbligo da parte dell'intermediario di valutare l'opportunità di sottoporre all'attenzione di un cliente un certo tipo di prodotti finanziari e quindi l'adeguatezza del prodotto stesso. Egli deve considerare il grado di *literacy* del risparmiatore-cliente e lo strumento che ha a disposizione è un questionario, utilizzato per censire tutte le informazioni utili. Le informazioni da censire (vedasi in merito anche cap. 2), e per cui devono poi essere individuate le domande rilevanti, sono quelle suggerite dalla teoria e dagli esperimenti. Non tutte le informazioni sono agevolmente misurabili e ci sono molti elementi critici per la loro rilevazione (cfr. Tabella 3.2).

Tabella 3.3 – Le informazioni da censire

Informazione	Caratteristiche	Difficoltà della Rilevazione
Caratteristiche socio-demografiche	Età, genere, area di residenza, occupazione, composizione familiare, ...	Agevole rilevazione.
Capacità finanziaria	Ricchezza, reddito, indebitamento.	Misurabile in modo approssimativo.
Tratti psicologici	Rilevazione delle euristiche caratteristiche dell'individuo, ad es. <i>overconfidence</i> , avversione alle perdite, tolleranza emotiva del rischio.	Rilevabili mediante <i>proxy</i> , ovvero richiedono un approccio multidisciplinare.

²⁴⁸ Cfr. il sito <https://www.finriskalert.it/?p=2805> dal rapporto CONSOB su dati Gfk Eurisko di luglio 2015.

²⁴⁹ Cfr. <https://www.finriskalert.it/?p=2805>, Scozzari C., *Investimenti, gli italiani si credono esperti ma sono ignoranti*, LaRepubblica.it, 2015.

	L'attitudine al rischio è sicuramente tra le variabili più difficili da misurare.
--	---

Fonte: elaborazione personale.

In particolare, esaminando il questionario MiFID, nella prima parte si collocano le domande riguardo:

- Servizi/operazioni/strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza.
- Natura/volume/*holding period*/frequenza delle operazioni realizzate.
- Livello di istruzione e professione o, se rilevante, precedente professione.

Parimenti nella seconda e terza sezione del questionario, eletto a modello dal regolatore europeo, non si risparmiano gli errori, prevalentemente dovuti alle euristiche con annesso le violazioni degli assiomi di razionalità. In breve, le informazioni richieste sono le seguenti:

- Fonte e consistenza del reddito regolare: stabilità del reddito (prospettive di carriera, aspettative di pensionamento); reddito di famiglia; previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico;
- Attività, comprese le attività liquide, per saggiare l'esposizione complessiva del cliente;
- Investimenti e beni immobili;
- Impegni finanziari regolari, in modo da formulare aspettative circa le proprie esigenze di liquidità;
- *Holding period* come preferenze verso il tempo: tasso di sconto/grado di impazienza;
- Preferenze in materia di rischio: atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo); avversione alle perdite o alla variabilità;
- Profilo di rischio, intesa come capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo)
- Finalità dell'investimento

La fase di rivelazione di tre ordini di informazioni si contraddistingue per degli errori che tipicamente si presentano nella formulazione dei quesiti. Esempi di questi errori sono domande²⁵⁰:

- ⇒ A "batteria", che inducono risposte meccaniche;
- ⇒ Dicotomiche, che stimolano l'acquiescenza del cliente;
- ⇒ *Loaded*, implicanti una connotazione emotiva;
- ⇒ *Leading*, invero suggeriscono la risposta al loro interno;
- ⇒ *Barreled*, doppie in quanto richiedono di rispondere ad un interrogativo composto da più enunciati;
- ⇒ Fondate esclusivamente sull'autovalutazione, giacché comunque il cliente è chiamato a dare un voto alle conoscenze che ritiene di avere sui prodotti indicati nel questionario;
- ⇒ Contengono termini tecnici o gergali, o con delle criticità di tipo linguistico-testuale;
- ⇒ Che richiamano all'effetto memoria;

²⁵⁰ Per una analisi più dettagliata, cfr. Linciano N. e Soccorso P., *La Rilevazione della Tolleranza al Rischio degli Investitori Attraverso il Questionario*, discussion paper n. 4, CONSOB, 2012.

- ⇒ Con eccessiva autonomia decisionale;
- ⇒ Dubbie sulle fonti informative consultate e/o sugli esiti delle scelte d'investimento precedenti;
- ⇒ Senza la facoltà di non rispondere o di rispondere “non so”;
- ⇒ Imprecise, o con termini imprecisi, che possono essere fraintesi;
- ⇒ Tecniche, a livello di contenuti, troppo difficili da comprendere;
- ⇒ Complesse, non sui concetti di base della finanza;

In generale, la maggior parte delle domande risultano comunque essere vaghe o imprecise, ovvero contenenti riferimenti tecnici che ne possono compromettere la comprensione o, ancora, che richiedono al cliente di esprimere un giudizio su se stesso.

Ciononostante il questionario resta lo strumento atto a identificare le informazioni sul profilo dell'investitore e probabilmente il modo migliore per disegnarlo è ... per tentativi: i tentativi dei differenti regolatori per coadiuvare gli intenti di Educazione Finanziaria. Ad ogni modo, per essere efficace, il questionario deve essere valido, attendibile, “stabile” e chiaro:

- a. Un questionario è valido se utilizza strumenti di rilevazione che producono risposte guidate solo dalla variabile che deve essere misurata. Per esempio, domande che inducono risposte che dipendono contemporaneamente dall'atteggiamento verso il rischio e dalla capacità finanziaria non possono essere valide. È lo strumento che misura realmente ciò che si è prefissato di misurare e riguarda soprattutto la forma domanda.
- b. L'attendibilità invece dipende dal numero e dalla chiarezza delle domande. È uno strumento con margine di errore contenuto²⁵¹.
- c. Un questionario è instabile se il numero di domande è troppo basso, ma senza trascurare esigenze di parsimonia ed evitare quindi che l'attenzione dell'agente a cui si sottopone il questionario cali.
- d. La chiarezza deve essere valutata in termini di *layouting*, struttura, tipo di domande e lessico.

Per comprendere le diverse strade disponibili ad essere percorse per un modello ideale di questionario, si deve parlare di due approcci complementari, a volte erroneamente considerati sostituiti:

1. Approccio economico/quantitativo. Dà enfasi alla componente cognitiva del processo decisionale e consente di misurare le preferenze verso il rischio²⁵². Si basa su tecniche di analisi quantitativa che presuppongono i seguenti passaggi:
 - I. Specificazione di una funzione di utilità;
 - II. Raccolta dati con esperimenti di laboratorio, rilevazioni sul “campo” (*field data*) o somministrazione di questionari a un campione di soggetti (*survey data*);

²⁵¹ Cfr. Roszkowski M. J., G. Davey e J. E. Grable, *Insights from Psychology Psychometrics on Measuring Risk Tolerance*, Journal of Financial Planning, 4, 66-77, 2005.

²⁵² Cfr. tra gli altri: Hanna S. D., M. Gutter e J. Fan, *A Theory Based Measure of Risk Tolerance*, Columbus, OH: The Ohio State University, Department of Consumer and Textiles Science, 1998; Menon M. e F. Perali, *Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What Can We Learn for the MiFID Directive?*, Quaderni di Finanza CONSOB, n. 68, 2011; De Palma A. e N. Picard, *Evaluation of MiFID Questionnaires in France*, Study for the AMF, 2010.

III. Stima dei parametri della funzione di utilità (e quindi di avversione al rischio e tasso di sconto soggettivo).

Uno strumento molto diffuso è quello basato sulla somministrazione di una sequenza di coppie di lotterie/opzioni rischiose e sulla stima dell'avversione al rischio sulla base delle scelte effettuate dal soggetto intervistato (*Multiple Price List - MPL*²⁵³). Vedasi Tabella 3.3

Tabella 3.4 – Scelta tra le lotterie

	LOTTERIA A	LOTTERIA B
L1	Se il biglietto estratto è il n. 1, lei vincerà 12.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 2 e il n. 20, lei vincerà 10.00 euro.	Se il biglietto estratto è il n. 1, lei vincerà 22.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 2 e il n. 20, lei vincerà 0.50 euro.
L2	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 2, lei vincerà 12.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 3 e il n. 20, lei vincerà 10.00 euro.	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 2, lei vincerà 22.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 3 e il n. 20, lei vincerà 0.50 euro.
L3	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 3, lei vincerà 12.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 4 e il n. 20, lei vincerà 10.00 euro.	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 3, lei vincerà 22.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 4 e il n. 20, lei vincerà 0.50 euro.
L4	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 4, lei vincerà 12.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 5 e il n. 20, lei vincerà 10.00 euro.	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 4, lei vincerà 22.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 5 e il n. 20, lei vincerà 0.50 euro.
L5	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 5, lei vincerà 12.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 6 e il n. 20, lei vincerà 10.00 euro.	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 5, lei vincerà 22.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 6 e il n. 20, lei vincerà 0.50 euro.
L...
L15	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 15, lei vincerà 12.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 16 e il n. 20, lei vincerà 10.00 euro.	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 15, lei vincerà 22.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 16 e il n. 20, lei vincerà 0.50 euro.
L16	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 16, lei vincerà 12.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 17 e il n. 20, lei vincerà 10.00 euro.	Se il biglietto estratto è tra il n. 1 e il n. 16, lei vincerà 22.00 euro; invece, se il biglietto estratto è tra il n. 17 e il n. 20, lei vincerà 0.50 euro.

Fonte: Holt e Laury (2002).

La tabella mostra diciannove coppie di lotterie denominate rispettivamente A e B. Le lotterie si differenziano per risultato e variabilità. Scorrendo verso il basso, cambiano le probabilità delle vincite. Il soggetto deve indicare quale coppia di lotterie sceglie di giocare. Questo approccio però può essere soggetto a:

- *Framing effect* (maggiore quanto minore è la comprensione dello strumento e/o quanto maggiore è la paura di commettere errori²⁵⁴);
- Dipendenza dal numero delle coppie di lotterie che costituiscono la sequenza²⁵⁵;
- Necessità di simulare condizioni reali di scelta (attraverso incentivi economici);
- Scarsa comprensione del concetto di probabilità.

2. Approccio psicologico. Dà enfasi ai fattori emotivi, per cui non sono validi strumenti basati su grandezze, quali le probabilità o la massima perdita possibile o la varianza, che rilevano solo nella

²⁵³ Cfr. per approfondire Holt C.A. e Laury S.K., *Risk Aversion and Incentive Effects*, American Economic Review, n. 92, pp. 1644-1655, 2002.

²⁵⁴ Cfr. Harrison G. W. e Rutstrom E. E., *Expected Utility Theory and Prospect Theory: One Wedding and a Decent Funeral*, Experimental Economics, 12(2), 2009.

²⁵⁵ Cfr. Bosch-Domènech A. e Silvestre J., *Measuring Risk Aversion with Lists: A New Bias*, Working Papers, University of California, Department of Economics, n. 12, 10, 2012.

sfera cognitiva ma non in quella emotiva²⁵⁶. La psicologia e la psicomatria hanno fornito diversi strumenti per la rilevazione dei tratti psicologici dell'individuo, con particolare riferimento all'attitudine ad assumere rischi e al grado di impazienza/impulsività. Ne sono un esempio la *sensation seeking scale*²⁵⁷) e la *Iowa gambling task* (IGT), associata all'ipotesi dei marcatori somatici²⁵⁸.

3. Approccio di compromesso. La soluzione mediana prevede l'utilizzo congiunto di entrambi gli strumenti e la composizione dei risultati corrispondenti in un indicatore sintetico.

Da un'analisi della letteratura e del questionario stesso, secondo come è stato prescritto, le informazioni da censire nella loro completezza sono quelle riportate nella Tabella seguente, che confronta anche le differenze tra queste due fonti, riportando inoltre sottolineato il contributo dell'ESMA (cfr. Tabella 3.4).

Tabella 3.5 – Informazioni da censire secondo MiFID-ESMA e Letteratura

Item e Variabile	MiFID-ESMA	Letteratura
Caratteristiche socio-demografiche	✓	✓
Genere	✗	✓
Età	✓	✓
Stato civile	✓	✓
Stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo familiari a carico	✓	✓
Esperienze e conoscenze	✓	✓
Professione	✓	✓
Aspettative di avanzamento/pensionamento	✓	✗
Istruzione	✓	✓
Esperienza precedente in materia di investimento		✓
Natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite	✓	✗
Conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari: • <i>Trade-off</i> rischio-rendimento	✗	✓

²⁵⁶ Cfr. a tal proposito Loewenstein G.F., E.U. Weber, C.K. Hsee e E.S. Welch, *Risk as Feelings*, Psychological Bulletin, n. 127, pp. 267-286, 2001.

²⁵⁷ Cfr. Zuckerman M., E.A. Kolin, L. Price e I. Zoob, *Development of a Sensation Seeking Scale*, Journal of Consulting Psychology, vol. 28 (6), 477-482, 1964.

²⁵⁸ Cfr. Bechara A., Damasio A. R., Damasio H. e Anderson S.W., *Insensitivity to Future Consequences Following Damage to Human Prefrontal Cortex*, Cognition 50, 7-15, 1994.

<ul style="list-style-type: none"> • Dimensioni del rischio (credito/mercato/liquidità/cambio) • Diversificazione di portafoglio • Percezione delle probabilità 		
Conoscenza dei prodotti finanziari	✗	✓
Tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza	✓	✗
Esiti delle scelte d'investimento precedenti (positivo / negativo)	✗	✓
<i>Overconfidence</i> e ottimismo	✗	✓
Situazione finanziaria	✓	✓
Investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide	✓	✓
Fonte ed entità del reddito regolare	✓	✓
Impegni finanziari regolari	✓	✓
Altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari); reddito/ricchezza familiari e non solo individuali	✗	✓
<i>Aspettative circa le proprie esigenze di liquidità</i>	✓	✓
Obiettivi d'investimento	✓	✓
Periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento	✓	✗
Periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento	✗	✓
Preferenze verso il tempo (tasso di sconto/grado di impazienza)	✗	✓
Esigenze di liquidità	✗	✓
Finalità dell'investimento	✓	✓
Ammontare (in rapporto alla ricchezza/reddito)	✗	✓
Preferenze in materia di rischio	✓	≠
Profilo di rischio	✓	≠

Tolleranza al rischio		
Atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo)		
Capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo)		
Avversione alle perdite		

Fonte: elaborazione personale da Linciano (2015).

Il legislatore europeo e le autorità preposte alla vigilanza hanno formulato il questionario solo in parte sulle nozioni fornite dalla letteratura, nonostante l'applicabilità delle stesse. Ne deriva una perdita netta di informazioni, specie in relazione alla rilevazione del profilo di rischio, un tema particolarmente sensibile invece ad essere rilevato. Inoltre queste sono solo emanazioni di regolamenti e direttive; non c'è nulla che obblighi gli intermediari, alla fine della "filiera", alla rilevazione pedissequa di tutte le informazioni²⁵⁹.

Un punto nodale quindi della rilevazione informativa consiste nella rivelazione del profilo di rischio, resa ancora più complicata dal fatto che secondo recenti ricerche, chi si dichiara avverso al rischio pur essendone attratto emotivamente e decide sovente sulla base di suggerimenti di amici, colleghi e parenti, si caratterizza per bassi livelli di conoscenza finanziaria. Invece, chi sceglie autonomamente tende a rischiare di più, a differenza di chi si avvale della consulenza²⁶⁰. Come altrove specificato per quanto attiene alla percezione del rischio, esso è *context specific* e può significare cose diverse per investitori diversi. Dipende dal contesto di riferimento e deriva da un processo di valutazione basato su ipotesi e giudizi. Si sottolinea che il rischio è una grandezza soggettiva, che può significare cose diverse²⁶¹ per investitori diversi o per lo stesso investitore, in fasi di mercato diverse, ed essere conseguentemente misurato in tanti modi distinti²⁶² quante sono le vesti che assume. Tipicamente è "filtrato" e distorto in modo sistematico a causa di *gap* cognitivi ed errori comportamentali²⁶³. A complicare il quadro di rilevazione al rischio dell'investitore c'è il fatto che può essere correlato alla rappresentazione personale e non alla tolleranza emotiva al rischio (salvo eventi straordinari, come crisi o bolle sui mercati), ivi compresa l'incoerenza delle scelte intertemporali. Quest'ultima è una variabile latente che non può essere osservata direttamente e dipende da fattori legati al tipo e al livello di

²⁵⁹ Vedasi a riguardo, Linciano N. e Soccorso P., *La Rilevazione della Tolleranza al Rischio degli Investitori Attraverso il Questionario*, discussion paper n. 4, CONSOB, 2012, per cui sono stati giudicati idonei alle esigenze del mercato e non solo dei consumatori solo due questionari su venti raccolti da altrettante banche italiane.

²⁶⁰ Cfr. Lucarelli C., *Consulenza e Tolleranza al Rischio: Vantaggi e Limiti dell'Autoprofilazione*, in Oriani M. e B. Zanaboni, *La Consulenza Finanziaria*, ed. Il Sole24Ore, 2011.

²⁶¹ Può essere visto come l'eventualità di non raggiungere un obiettivo minimo di rendimento (Slovic, 1972); di perdere tutto o parte del capitale investito (Olsen, 1997); di sostenere elevati costi di monitoraggio dell'investimento (MacGregor and Slovic, 1999, a proposito dei consulenti finanziari).

²⁶² Come semi-varianza e probabilità di perdita (Veld and Veld-Merkoulova, 2008); momenti parziali inferiori, definiti rispetto a deviazioni negative del rendimento da un obiettivo; VAR, perdita massima che si può subire in un certo intervallo di tempo e con una certa probabilità.

²⁶³ Cfr. Linciano N. e Soccorso P., *La Rilevazione della Tolleranza al Rischio degli Investitori Attraverso il Questionario*, discussion paper n. 4, CONSOB, 2012.

emotività con cui il cliente affronta le situazioni che comportano un rischio finanziario²⁶⁴. I fattori strettamente correlati con la sfera del rischio e che filtrano la sua percezione sistematicamente sono innumerevoli²⁶⁵:

- Caratteristiche socio-demografiche;
- Autostima;
- Immagine di sé che si vuole fornire agli altri
- Aspettative di rendimento connesse all'auto-rappresentazione;
- Modelli decisionali;
- Conoscenze finanziarie;
- Informazione finanziaria;
- Basse competenze finanziarie;
- Euristiche (familiarità, rappresentatività, ancoraggio)
- Contabilità mentale
- Attitudine al rischio variabile a seconda del dominio, delle esperienze pregresse e della fonte di reddito
- Effetti *framing*
- Avversione alle perdite
- Ottimismo e *overconfidence*
- Emozioni in generale

In ciascuno di questi ambiti c'è spazio per azioni di *investor education*. La strutturazione di un questionario richiede competenze multidisciplinari e la sua elaborazione e somministrazione è sicuramente un momento di *education*. Il cliente deve comprenderne la finalità e deve essere stimolato a fornire risposte accurate; l'intermediario deve cercare di attenuare alcuni errori (soprattutto quelli derivanti dalle euristiche) e orientare alla corretta definizione degli obiettivi, che prescindano da definizioni di *status* legate a *benchmark* di ricchezza e di rendimento irrealistici. Per questo motivo presuppone da un lato un'adeguata formazione dei clienti, ma anche dei consulenti e dall'altro forme di tutela prescrittive.

In particolare, il servizio di investimento, secondo le distinzioni della MiFID, si distingue in: *execution only* (ricezione, esecuzione e trasmissione degli ordini su espressa richiesta del cliente e per prodotti non complessi come azioni quotate, strumenti del mercato monetario, obbligazioni, fondi armonizzati, altri titoli debito come titoli stato), sottoscrizione e collocamento (l'intermediario è tenuto a rilevare tutte le informazioni necessarie a valutare l'appropriatezza), consulenza in materia di investimenti e gestione del portafoglio (l'intermediario ha l'obbligo di vagliare l'adeguatezza del prodotto per il cliente). L'assistenza più ampia, consistente nel valutare l'adeguatezza dell'investimento, è prevista per i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli (o consulenza professionale): sono i servizi più complessi e a più alto

²⁶⁴ Cfr. Rigoni U., *Finanza Comportamentale e Gestione Del Risparmio*, in Studi di Economia degli Intermediari Finanziari, G. Giappichelli Editore-Torino, 2006, cit. p. 146.

²⁶⁵ Cfr. Lucarelli C. e Brighetti G. (a cura di), *Risk Tolerance in Financial Decision Making. The economics and the neuroscience perspective*, Palgrave Macmillan, UK, 2010. Vedasi anche: Lucarelli C., *Consulenza e Tolleranza al Rischio: Vantaggi e Limiti dell'Autoprofilazione*, in Oriani M. e B. Zanaboni, *La Consulenza Finanziaria*, ed. Il Sole24Ore, 2011.

valore aggiunto per il cliente che richiede una specifica assistenza da parte dell'intermediario. Il consulente, dipendente dell'intermediario o promotore finanziario, ha il dovere di valutare se il prodotto che ci propone, o che gli chiediamo, fa al caso del risparmiatore. La valutazione di adeguatezza presuppone inoltre la mappatura dei prodotti secondo le caratteristiche di rischio/rendimento. In merito all'ampiezza del *set* informativo da rilevare, si è lasciato un certo margine di discrezionalità agli intermediari, adottando un principio di proporzionalità rispetto al servizio offerto, alle caratteristiche dei prodotti e all'ammontare dell'investimento. Ad esempio, le informazioni da richiedere in occasione della prestazione del servizio di consulenza saranno maggiori e più dettagliate di quelle che dovranno essere raccolte per la gestione di portafogli. In quest'ultimo caso, infatti, le decisioni di investimento vengono assunte dal gestore ed è plausibile ritenere che il cliente, pur dovendo essere messo nelle condizioni di comprendere il rischio associato all'intero portafoglio e a quello dei singoli strumenti che lo compongono, non abbia conoscenze ed esperienza approfondite. Il *set* informativo sarà più ampio, inoltre, nel caso in cui i prodotti proposti sono complessi o illiquidi, poiché rispetto ad essi è importante verificare la capacità dell'investitore di comprendere e sostenere finanziariamente i relativi rischi. Infine, le informazioni da acquisire dal cliente devono essere tanto più dettagliate quanto maggiore è l'ammontare investito rispetto al portafoglio finanziario complessivo, quanto più complessi sono gli obiettivi di investimento e quanto più lungo è l'orizzonte temporale di riferimento. In altri termini, il documento sembra orientato a modulare gli obblighi degli intermediari in funzione del relativo modello di servizio e agli obiettivi di investimento dichiarati dal cliente²⁶⁶.

Per concludere, conoscenze finanziarie, caratteristiche personali e abitudini di investimento hanno un ruolo molto importante nella percezione della complessità di un investimento e del rischio connesso, così come anche l'atteggiamento verso gli investimenti, anche se con un certo grado di eterogeneità tra i vari modi di rappresentazione. Difatti, le abitudini di investimento sembrano essere importanti sia nella valutazione delle modalità di rappresentazione in termini di comprensibilità sia nella volontà di investire nei prodotti presentati. Delegare le scelte di investimento a un esperto, confidando in consulenti finanziari è associato ad una più facile comprensione delle informazioni finanziarie e ad una maggiore propensione ad investire. Inoltre, in alcuni casi, gli intervistati con un livello di istruzione più elevato e con una maggiore esposizione finanziaria, sembravano essere più cauti nelle loro scelte di investimento, fino a presentare un eccesso di rischio associato allo strumento finanziario. Tale evidenza conferma indirettamente che gli esperti finanziari e i consulenti possono realmente fare la differenza, giocando un ruolo educativo, cambiando in questo modo l'atteggiamento degli individui verso le scelte finanziarie. La chiave di volta del rapporto però è rappresentata dalla creazione

²⁶⁶ Una chiave di volta nella letteratura è rappresentata da: Gentile M., Linciano N., Lucarelli C. e Soccorso S., *Financial Disclosure, Risk Perception And Investment Choices. Evidence From A Consumer Testing Exercise*, Quaderni CONSOB n. 82, 2015. Nel complesso, il lavoro mostra che la percezione del rischio è dipendente dal contesto e determinato soprattutto dal modo in cui le informazioni finanziarie vengono divulgate. Si aggiunge alla letteratura esistente, fornendo nuove prove sull'impatto della diverse modalità di rappresentazione; in parte si sovrappone con i formati dalla regolamentazione, della vigilanza e/o dell'industria. Basandosi sulla valutazione di un campione di investitori italiani, lo studio fornisce intuizioni su come le persone effettivamente leggono e comprendono le informazioni finanziarie, che potrebbe rivelarsi utile nella progettazione programmi di educazione degli investitori.

di fiducia, intesa come *confidence*, fiducia in noi stessi, raggiungibile con maggiore educazione e come *trust*, fiducia “sociale”, quella nostra per gli altri e altrui per noi. È questa che alimenta tipicamente i rapporti contrattuali, che fa condividere risorse e prendere decisione sulla base di quello che ci dicono gli altri; quando viene meno questo legame, cade anche il rapporto contrattuale in sé.

3.5 Cenni ai Programmi di Educazione Finanziaria: *Edutainment, Nudge ed Empowerment*

E' sempre più diffuso il convincimento per cui l'educazione finanziaria sia un *tool* fondamentale e da impartire fin dalla scuola dell'obbligo²⁶⁷ e per tutto l'arco della vita (fino al pensionamento). Difatti, in linea con le raccomandazioni di OCSE e INFE (*Network of Financial Education*), molte iniziative formative sinora avviate nei diversi Paesi vengono somministrate a partire dalla fanciullezza, come parte del *curriculum* scolastico²⁶⁸, nonostante aleggino dubbi sugli effetti a lungo termine, quando quei giovani saranno investitori sui mercati²⁶⁹. Tra gli esperti è tuttavia condivisa l'opinione che non esista una *best way* unica, semplice e preconfezionata, per impartire l'educazione finanziaria²⁷⁰.

Si pensi al fenomeno dell'*edutainment*, termine che mette insieme l'*education* (educazione) e l'*entertainment* (intrattenimento), in un sodalizio inatteso di educazione divertente e divertimento educativo. Si mira a far apprendere contenuti di estrema importanza veicolandoli attraverso formati meno gravosi e noiosi di una lezione *standard*. Gli esempi più immediati sono forme di programmi televisivi, videogiochi²⁷¹, film, musica, *e-learning* con siti *web*, *blog*, in sostanza tutto ciò che può coinvolgere l'attenzione a far partecipare in modo alternativo il soggetto, calibrando l'attività in funzione del *target* di utenti considerato (bambini, per cui saranno più adatte favole moralistiche, piuttosto che adolescenti, che si possono far leggere un adattamento teatrale sul tema²⁷²). Anche l'esempio del museo del risparmio a Torino, dove vi è la proposta di percorsi guidati e interattivi per visitatori di ogni età²⁷³, o della settimana di Economix in Toscana, col patrocinio della Fondazione per l'Educazione Finanziaria e il Risparmio (Feduf) o del percorso-gioco Economiamo, allestito a Roma presso Explora, il Museo dei Bambini. Questi sono tutti modi d'essere dell'investor education, che si avvalgono delle abitudini e dello stile di vita contemporaneo. Anche a livello universitario vi una sempre più

²⁶⁷ Cfr. OECD-INFE, *Guidelines on Financial Education at School and Guidance on Learning Framework*, OECD Publishing, Paris, 2010.

²⁶⁸ Cfr. Farsagli S. e Tracò F., *La Financial Education nel Mondo: Strategie, Strumenti e Risultati dei Principali Programmi Internazionali*, in Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.

²⁶⁹ Indaga su questo punto McCormick M., *The Effectiveness of Youth Financial Education: A Review of the Literature*, Journal of Financial Counseling and Planning, 20(1), pp. 70-83, 2009.

²⁷⁰ Cfr. Filotto U., Caratelli M., Naccarato A. e Nicolini G., *Non è Mai Troppo Tardi: l'Imperativo Ergonomico nella Financial Education*, Quattordicesimo Rapporto della Fondazione Rosselli sul Sistema Finanziario Italiano, Bancaria Editrice, 2009.

²⁷¹ Di cui se ne parla per esempio in Argentin G., *L'Educazione Finanziaria per i Giovani. Esperienze, Evidenza Empirica e Proposte per Future Iniziative nel Settore*, in Quaderni dell'Osservatorio, n. 5, Fondazione Cariplo, 2010.

²⁷² Si pensi anche a romanzi e narrativa di genere. Questa è l'idea per esempio del progetto di PattiChiari denominato “L'economia in lettere” (www.economiascuola.it)

²⁷³ Patognomicono il gioco della formica. Presuppone la scelta di un *avatar* e pone poi una serie di quesiti a sfondo finanziario frammisti a molteplici ostacoli da superare, entrambi studiati *ad hoc* per trasmettere conoscenze, abilità ed esperienza.

frequente adozione di soluzioni simili²⁷⁴, come *business game*, *trading game* o anche ai laboratori di simulazione.

Contemporaneamente appare sempre più diffuso il convincimento che il genere umano abbia bisogno di essere pungolato quando opera scelte, perché non sempre si pongono in essere azioni che poi si rivelano un vantaggio: le distorsioni cognitive, le disfunzioni dei processi decisionali e gli errori emotivi sin qui analizzati, dimostrano che si deve indirizzare le scelte degli individui verso decisioni per questi più opportune²⁷⁵. Così strategie di *empowerment* e *nudge*²⁷⁶ mirano a educare i destinatari, in modo però che gli stessi possano in futuro fronteggiare autonomamente le situazioni in cui cadevano in errore. Con il *nudging*, in particolare, si cerca di indirizzare le scelte degli individui verso comportamenti ottimali sfruttando i *bias* più frequenti (anche attraverso la manipolazione), talvolta anche in modo grezzo, ma estremamente efficace in certi ambiti. Con esso si intende fornire sollecitazioni attraverso messaggi emotivi, e fa riferimento a quell'insieme di tecniche consistenti nello spingere e nello stimolare gli individui nelle attività di cui necessitano supporto, comprese le scelte di investimento. D'altra parte, gli strumenti di *empowerment* sono più invasivi, essendo focalizzati sul rafforzamento della capacità delle persone di adottare deliberatamente decisioni consapevoli, puntando pertanto sulla "*energizzazione dell'individuo*"²⁷⁷. La distinzione tra i due strumenti concerne gli obiettivi raggiungibili con siffatte tecniche: le strategie di *nudge* o di scostamento minimo sfruttano i pregiudizi e gli errori utilizzando un approccio più *smart* e veloce, ma che consente principalmente di aggirare le problematiche senza veramente risolverle; le tecniche di *empowerment* hanno dei tempi più lunghi, ma offrono il vantaggio di affrontare in modo diretto gli errori cognitivi e i problemi, senza limitarsi ad aggirarli. Si distinguono poi delle sotto-strategie di *empowerment*:

1. Semplificazione e *smart disclosure* delle informazioni. Spesso i soggetti si astengono dal mettere in pratica comportamenti virtuosi non per inerzia o pigrizia, ma perché le situazioni che fronteggiano hanno un livello di complessità tale da impedire di fare scelte corrette; quando ciò avviene, le persone possono orientarsi meglio nel caso in cui le vengano fornite informazioni semplificate (e più "*smart*"). Alcuni studi hanno dimostrato che la semplificazione e standardizzazione delle informazioni sui prodotti finanziari può evitare problemi di *information overload*²⁷⁸.
2. Semplificazione delle scelte. A differenza della semplificazione delle informazioni tenta di indirizzare le scelte dei destinatari attraverso il più agevole confronto tra prodotti e servizi dello stesso tipo. Viene

²⁷⁴ Cfr. Minović M., Milovanović M. e Starcevic D., *Literature Review in Game-Based Learning*, in: Lytras, M., Ruan, D., Tennyson, R., Ordonez De Pablos, P., García Peñalvo, F., Rusu, L., Eds., *Information Systems, E-learning, and Knowledge Management Research*, vol. 278, ed: Springer Berlin Heidelberg, pp. 146-154, 2013.

²⁷⁵ Cfr. Rangone N., *Errori Cognitivi e Scelte di Regolazione*, in *Analisi Giuridica Dell'economia*, n. 1, 2012, in Morera U. e Vella F. (a cura di), *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit.

²⁷⁶ Il termine inglese uno strumento di intervento che significa "gomitata", "spinta leggera" o anche come riportato dagli studiosi Thaler e Sunstein, "*spinta gentile*". Cfr. Thaler R. H. e Sunstein, C. R., *Nudge, Caravan (New York, NY), 2008 e Thaler R.H. e Sunstein C.R., Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness, New Haven 2008; trad. it. di A. Oliveri, Nudge. La Spinta Gentile. La Nuova Strategia per Migliorare le Nostre Decisioni su Denaro, Salute, Felicità, Milano 2009.*

²⁷⁷ Cfr. Di Porto F. e N. Rangone, *Behavioural Sciences in Practice: Lessons for EU Policymakers*, forthcoming in A.L. Sibony e A. Alemanno (eds), *Nudging and the Law. What can EU Learn from Behavioural Sciences?*, Oxford, Hart Publ., 2014, cit.

²⁷⁸ Cfr. Chater N., Inderst R., Huck S., *Consumer Decision Making in Retail Investment Services*, Final Report, 2010, cit.

utilizzata laddove le scelte sono complesse e non è possibile andare a semplificare le informazioni senza produrre un deficit informativo cagionevole per i destinatari; la semplificazione delle scelte viene usata nel campo finanziario per il confronto tra le polizze assicurative delle compagnie, oppure per il confronto tra le condizioni offerte dagli intermediari finanziari sui conti correnti. Questa strategia persegue la finalità di consentire ai consumatori finali di beni e servizi di risparmiare i costi della ricerca, fornendo loro un facile confronto delle offerte commerciali esistenti. Tali strumenti, per rendersi efficaci, non dovrebbero essere manipolati dal settore privato, per cui le Autorità pubbliche di vigilanza dovrebbero assicurarsi che le informazioni rilasciate da istituti bancari e assicurativi siano concise, pertinenti, complete e comprensibili, in modo che i consumatori di servizi superino l'inerzia e i pregiudizi e aumentino la loro capacità di fare scelte oculate ma allo stesso tempo anche vantaggiose.

3. *Cooling-off*²⁷⁹. Questa tecnica non è altro che diritto di recesso, che si tramuta in un periodo di attesa imposto dal legislatore prima che il fruitore del servizio operi una scelta definitiva. Questo meccanismo di tutela viene utilizzato dal nostro legislatore per predisporre una tutela specifica in favore “dell’investitore che entri in contatto con l’intermediario al di fuori delle sedi o dei locali di quest’ultimo”. La disciplina prevista dal nostro testo unico riconosce all’investitore il diritto di recedere (*ius poenitendi*) entro sette giorni dalla data di sottoscrizione, dai contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione dei portafogli individuali o di negoziazione per contro proprio conclusi fuori sede; inoltre, a garanzia di un’ampia tutela riconosciuta all’investitore non professionale, la mancata indicazione nei contratti della possibilità di recedere comporterà la possibilità per il cliente di far valere la nullità (nullità relativa).
4. *Framing*. Oltre il *bias* cognitivo consistente nel “suddividere in pezzi” un problema, inquadrandone soltanto alcune caratteristiche, con questo termine può anche intendersi la tecnica di superamento che viene utilizzata per superare questo errore cognitivo, e consiste nel presentare le informazioni da dare ai destinatari in modo non tecnico.

Ad ogni modo per entrambe queste strategie la chiave di volta è ancora una volta il consulente. Le metodologie *cognitive-based*²⁸⁰ qui esaminate sono certamente semplici da concepire per i regolatori, ma non sempre il progetto e l’implementazione di queste forme di *soft paternalism* lo sono tanto quanto dei semplici Limiti (o al limite divieti) alle opzioni di investimento, opzione di policy valida per i prodotti strutturati (Fisher, 2007; Thorsten e Rieger, 2009). Spesso il ruolo dell’*advisory* può risultare utile per pungolare gli investitori in modo che compiano delle scelte di investimento sensate nella allocazione dei risparmi. Al contempo, considerata la molteplicità di aspetti e la situazione complessiva in seno al cliente, i consulenti potrebbero svolgere un ruolo importante nell’orientare le scelte verso un piano aggressivo, prudente o moderato. Per esempio, coloro che si avvalgono di un consulente per scegliere un piano pensionistico pensato *ad-hoc*,

²⁷⁹ Cfr. Di Porto F. e N. Rangone, *Behavioural Sciences in Practice: Lessons for EU Policymakers*, forthcoming in A.L. Sibony e A. Alemanno (eds), *Nudging and the Law. What can EU Learn from Behavioural Sciences?*, Oxford, Hart Publ., 2014.

²⁸⁰ Termine con il quale si racchiudono le strategie di *nudge* e di *empowerment*.

potrebbero beneficiare della presentazione di piani pensionistici c.d. *target maturity*, che prevedono il ribilanciamento del portafoglio tra azioni ed obbligazioni, in funzione della data attesa del pensionamento²⁸¹.

Per concludere, il tracciato dell'evoluzione giuridica del servizio di consulenza (§ successivo) è funzionale, oltre che preparatorio, allo sviluppo delle tematiche sui *bias* che emergono nella prestazione del servizio; non si dimentichi infatti, che la regolazione nasce proprio dall'esigenza di regolare laddove i mercati generano degli endogeni fallimenti, con l'obiettivo di aumentare il livello di efficienza ed integrità dei mercati e dei servizi in esso prestati. Appare dunque chiaro il ruolo delle scienze cognitive (e della finanza comportamentale) nel contribuire a facilitare il ruolo di regolazione del diritto, attraverso una più facile emersione delle problematiche. In tale contesto logico, la finanza comportamentale si è sforzata di superare le barriere della razionalità per fornire teorie e spiegazioni degli investitori. L'ulteriore passo di presentazione delle tecniche di *nudge* e di *empowerment*, tenta di contemperare l'azione tradizionale del diritto di produzione delle norme attraverso leggi e regolamenti, con le spiegazioni di finanza comportamentale sulle scelte di investimento, donde l'esigenza di perfezionare il rapporto intermediario-cliente, attraverso una più puntuale e attenta valutazione delle caratteristiche che afferiscono il loro rapporto, nel migliore interesse delle parti²⁸².

3.6 Il Consulente e il Momento della Consulenza

La consulenza finanziaria consta nell'attività di gestione dei portafogli e, a differenza degli altri servizi di investimento, è sottoposta al vaglio dell'adeguatezza dell'operazione, senza obbligo di redazione del contratto in forma scritta (art. 23 t.u.f.; art. 34 Regol. 16190/2007)²⁸³. Essa non è da confondersi con la cosiddetta consulenza generica, il servizio accessorio che consiste nel fornire raccomandazioni e pareri di carattere generico (come ad es. una strategia di investimento su uno o più strumenti finanziari) destinati ad essere diffusi tra il pubblico. In particolare, l'art. 1, comma 5, del t.u.f. menziona tra i servizi di investimento la "negoziazione per conto proprio" (lett. a) e la "negoziazione per conto terzi" (lett. b), ma senza fornire una netta distinzione tra le due.

In passato, la CONSOB ha fornito, con apposite comunicazioni, propri indirizzi interpretativi. Si è avuto modo di distinguere tra l'attività di negoziazione per conto proprio (servizio di investimento) e l'attività di investimento del proprio patrimonio: la caratteristica essenziale dell'attività svolta dagli intermediari negoziatori in proprio è la messa a disposizione del pubblico degli investitori del portafoglio di valori mobiliari

²⁸¹ Questa tipologia di fondi fanno esplicito riferimento ad un anno (es. il 2030) che è quella generalmente prossima al pensionamento: all'avvicinarsi della data, il gestore del fondo modifica la composizione del portafoglio riducendo man mano la quota parte di azioni aumentando quella di obbligazioni. Si veda: Thaler R. H. and Sunstein C. R., *Nudge, La Spinta Gentile*, cit., p.136.

²⁸² Cfr. Kahneman D. e Riepe M.W., *Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences and Biases Advisor Should Know About*, *Journal of Portfolio Management*, 24, pp. 1.21, 1998.

²⁸³ Cfr. Amorosino S., *Profili Pubblicistici della Disciplina dell'Attività di Consulenza Finanziaria*, Padova 2010, e Sciarrone A., *Il Servizio di "Consulenza in Materia di Investimenti": Profili Ricostruttivi di una Nuova Fattispecie*, *Diritto della banca e del mercato finanziario* 2009, <http://hdl.handle.net/10807/21869>, entrambi pubblicati su *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa, Ambrosino, Antonucci, Conte, Pellegrini, Sepe, Troiano, Padova, 2010, rispettivamente p. 429 ss. E p.597 ss. Inoltre vedasi De Mari S., *La Nuova Consulenza in Materia di Investimenti tra Fattispecie e Disciplina*, IN *Aa. Vv., La Nuova Disciplina degli Intermediari Dopo le Direttive MiFID: Prime Valutazioni e Tendenze Applicative*, a cura di De Mari, p. 153 ss.

detenuto dalla società per soddisfare, tramite compravendite, le loro esigenze di investimento o disinvestimento. Quindi l'attività di investimento delle proprie disponibilità finanziarie in valori mobiliari [...] non costituisce, ai sensi delle disposizioni vigenti, attività di intermediazione mobiliare. Essa infatti non ha nulla a che vedere con l'attività di negoziazione per conto proprio [...] in quanto le compravendite di valori mobiliari avverrebbero sempre ad iniziativa della società e non su richiesta e nell'interesse del pubblico degli investitori²⁸⁴. Nel quadro antecedente la MiFID²⁸⁵, il servizio di negoziazione per conto proprio era caratterizzato dalla direzione dell'attività ai terzi e dalla disponibilità a far fronte a esigenze di negoziazione dei clienti. In seguito la MiFID, che enumera nell'Allegato 1, sezione A, tra "servizi" e le "attività di investimento", l'esecuzione di ordini per conto dei clienti e la negoziazione per conto proprio, ne precisa le nozioni. In generale si evidenzia, nella disciplina della negoziazione per conto proprio, il momento dell'impegno di posizioni proprie rispetto a quello della prestazione di un servizio a terzi (clienti dell'impresa di investimento). All'art. 4, n. 6, la direttiva definisce in modo ampio la negoziazione per conto proprio come la contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie. Tuttavia, l'art. 2 stempera i confini della definizione appena data. In più, il considerando n. 8, chiarisce che le persone che amministrano mezzi propri (patrimonio) non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva. Risulta quindi che la negoziazione per conto proprio è tale se si traduce nell'attività di *market maker*, ovvero internalizzazione degli ordini²⁸⁶. In secondo luogo vi è la figura dell'internalizzatore sistematico, un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (art. 4, par. 1, n. 7). I due momenti essenziali sono: l'esecuzione da parte dell'impresa di investimento dell'ordine ricevuto dal cliente, con specifici obblighi di trasparenza e il porsi in contropartita diretta, impegnando posizioni proprie dell'impresa. Ad oggi, viene esclusa la figura del *market maker* e l'internalizzazione dell'ordine del cliente si considera come una modalità di "esecuzione degli ordini dei clienti"²⁸⁷.

In terza istanza rileva il servizio di consulenza in materia di investimenti. L'art. 1, comma 1, lett. e) della legge n. 1/1991 considerava la consulenza in materia di valori mobiliari parte delle "attività di intermediazione mobiliare" (oggi, servizi di investimento), con riserva a SIM e banche e rilascio di specifica autorizzazione. In seguito la direttiva 93/22/CEE, ha inserito l'attività di consulenza tra i servizi accessori (non più tra i servizi

²⁸⁴ Cfr. Comunicazione n. DAL/RM/95003079 del 19 aprile 1995. La CONSOB ha precisato che solo ove l'attività di negoziazione sull'MTS "venga svolta strumentalmente alla esecuzione di ordini di clienti, ancorché qualificati, essa costituisce attività di intermediazione mobiliare". Cfr. Comunicazione n. BOR/RM/95000704 del 24 gennaio 1995.

²⁸⁵ Cfr. la direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE.

²⁸⁶ Cfr. CONSOB, *Schede Di Approfondimento: I Servizi E Le Attività Di Investimento. Alcune Nozioni*, 2007. Quivi: il "*market maker*", in particolare, è un negoziatore la cui peculiare funzione viene individuata nel fornire liquidità al mercato, attraverso la disponibilità continua a negoziare in proprio, proponendo prezzi da esso definiti. Uno dei tratti caratterizzanti del *market maker* risulta conseguentemente l'assenza di clienti "diretti", essendo la disponibilità di questa figura di negoziatore indirizzata al mercato nel suo complesso ed essendo il suo ruolo tipicamente collegato al funzionamento dei mercati.

²⁸⁷ A livello della disciplina nazionale, questo secondo aspetto prevede solo che gli intermediari che, avvalendosi della sola autorizzazione alla negoziazione per conto proprio, potevano eseguire ordini dei clienti in contropartita diretta, necessitano nel nuovo sistema di essere autorizzati anche al servizio di "esecuzione degli ordini per conto dei clienti".

di investimento), qualificazione mantenuta nel decreto legislativo n. 415/1996 e n. 58/1998 (t.u.f.). Questo ha permesso che l'attività in esame potesse essere svolta da chiunque liberamente, pur precisando la CONSOB che la tutela che gli investitori ricevono nella fruizione dei servizi di investimento si estende anche ai servizi accessori²⁸⁸. In questo particolare contesto normativo, la consulenza è molto diversa dalle singole prestazioni consulenziali, intese come attività di negoziazione e di raccolta o di collocamento di ordini²⁸⁹. La definizione del servizio di consulenza è quadripartita. Essa consiste:

- a) Nell'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso;
- b) In una posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;
- c) Nell'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;
- d) Nella circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente fosse quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato²⁹⁰.

La forma più generica di consulenza fa invece riferimento alla prestazione di ogni servizio di investimento. Rispetto alla consulenza-servizio accessorio, questa viene è più ristretta assorbita nella disciplina riguardante, in via generale, i servizi principali, tenuti fermi gli obblighi di diligenza, trasparenza e correttezza nell'interesse dei clienti, l'acquisizione e la fornitura di informazioni adeguate, lo svolgimento di una gestione indipendente, sana e prudente (cfr. art. 21 Tuf; art. 26 ss. regolamento intermediari).

Di diverso avviso, la direttiva 2004/39/CE include nuovamente la consulenza in materia di investimenti (consulenza professionale) tra i servizi e le attività di investimento, data una sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate (considerando n. 3). In particolare il servizio è definito come la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari²⁹¹. L'impresa di investimento può poi decidere di esercitare il servizio anche per mezzo di promotori finanziari, di agenti collegati per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti e trasmetterli, collocare strumenti finanziari e prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese (cfr. art. 23, par. 1).

²⁸⁸ Cfr. Comunicazione CONOSB n. DI/99038880 del 14 maggio 1999.

²⁸⁹ Cfr. Comunicazione CONSOB del 23 maggio 1994, per cui: essa è prestata dall'intermediario negoziatore o raccogliatore di ordini [o collocatore] in stretta connessione con una specifica domanda in tal senso formulata, di volta in volta da parte della clientela. Inoltre, le relative indicazioni incontrano un limite obiettivo nelle caratteristiche delle operazioni richieste in via principale (o, meglio, dei valori mobiliari oggetto di tali operazioni) alle quali quelle suggerite in alternativa dall'intermediario devono risultare legate – è da ritenere – da un rapporto di similarità.

²⁹⁰ Cfr. CONSOB, *Schede Di Approfondimento: I Servizi E Le Attività Di Investimento. Alcune Nozioni*, 2007, su: http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_intermediari_20070720_schede.pdf.

²⁹¹ Cfr L'art. 52 della direttiva di "livello 2" aggiunge che una "raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore ... Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona". Non è una raccomandazione personalizzata se essa venga "diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico".

La personalizzazione è l'elemento che più di ogni altro distingue la consulenza - servizio di investimento dalla prestazione di raccomandazioni generali - servizio accessorio²⁹², in quanto fonda il servizio in parola fondamentalmente sulla conoscenza del cliente. Per quanto concerne, invece, l'oggetto del servizio, il consulente deve comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento, esercitare o non qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario. È necessario specificare che una consulenza generica in merito a un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari²⁹³. Infatti, la consulenza generica, ivi compresa l'attività di *financial planning*, non rientra tra i servizi di investimento, nella nozione di "consulenza in materia di investimenti" in senso stretto, ma ai sensi della MiFID uno strumento per tutti i servizi di investimento che, si sottolinea, non può in alcun caso tradursi in una raccomandazione personalizzata su singoli strumenti finanziari²⁹⁴.

La normativa si è infine ulteriormente aggiornata con l'avvento della MiFID II, le cui misure devono essere recepite nei prossimi mesi e le misure applicative adottate entro inizio 2017. Tra le novità (già elencate nel capitolo 1), sono previste delle disposizioni che riguardano: una corretta informazione per gli investitori, la gestione di potenziali conflitti di interesse tra le parti, la nascita di un sistema meglio strutturato di vigilanza ed *enforcement* delle regole e, *last but not least*, le manovre per un'adeguata profilatura del risparmiatore, con l'obiettivo di agire, secondo il presidio tutelare, nel miglior interesse del cliente e rafforzare la fiducia nel sistema finanziario. In merito alla consulenza finanziaria, la MiFID II introduce la consulenza su base indipendente, obbligando le imprese di investimento a specificare ai clienti se la consulenza è prestata su base indipendente o meno, se si fonda su un'analisi del mercato ampia o ristretta una certa tipologia di strumenti finanziari, se l'impresa fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati. Anche in merito alla valutazione di adeguatezza si presenta un'evoluzione per reperire tutte le informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente, per il tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento. Infatti la MiFID II richiede all'intermediario di porre attenzione agli elementi inerenti la tolleranza al rischio e la capacità dell'investitore di sostenere eventuali perdite. La MiFID I lasciava poi ad ogni Stato membro la facoltà di adottare o meno le disposizioni

²⁹² La "ricerca in materia di investimenti" e le altre "forme di raccomandazione generale" sono disciplinate dalla direttiva di "livello 2", nella parte dedicata ai conflitti di interesse. Dall'art. 52 e dal 79° considerando della direttiva di "livello 2", la prestazione di una raccomandazione generale (vale a dire destinata a canali di distribuzione o al pubblico) in merito ad un'operazione su uno strumento finanziario o un tipo di strumento finanziario costituisce la prestazione di un servizio accessorio di cui all'allegato I, sezione B, punto 5 della direttiva 2004/39/CE e di conseguenza la direttiva 2004/39/CE e le sue protezioni si applicano alla prestazione di tale raccomandazione" (83° considerando). Sulla disciplina delle raccomandazioni (di carattere generale) e sui relativi obblighi di presentazione, si rinvia alla direttiva n. 2003/125/CE.

²⁹³ Cfr. 81° considerando della direttiva di "livello 2".

²⁹⁴ Cfr. ancora CONSOB, *Schede Di Approfondimento: I Servizi E Le Attività Di Investimento. Alcune Nozioni*, 2007, su: http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_intermediari_20070720_schede.pdf.

in materia di agenti collegati (*tied agent*, i.e. la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti²⁹⁵, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari). Adesso invece lo statuto normativo del *tied agent* dovrà necessariamente essere recepito da ogni Stato membro, la cui figura sarà quindi prevista, senza eccezioni, in tutti gli ordinamenti nazionali.

In estrema sintesi, la consulenza è la prestazione singola o saltuaria di consigli e pareri da parte di un esperto su materie di propria competenza, o come prestazione continuativa e professionale²⁹⁶. A livello finanziario, essa si configura come un insieme di attività, fornite dal consulente, che hanno lo scopo di aiutare il cliente a percepire, capire e agire sugli eventi che si verificano nel suo ambiente. Col processo di consulenza, si può aiutare il cliente a definire gli interventi diagnostici che consentiranno di impostare la corretta sequenza di passi risolutivi²⁹⁷. In Italia la consulenza finanziaria non strumentale alla vendita di prodotti e/o servizi, è un'attività che si sta man mano raffinando. Altrove, come nei paesi anglosassoni, si sono sviluppate delle figure professionali come quella dell'analista, che studia i bilanci delle aziende, l'andamento dei prezzi, ecc. per individuare le attività finanziarie con le migliori/peggiori prospettive oppure la figura del pianificatore finanziario, che analizza i bisogni e le caratteristiche degli investitori, per realizzare progetti d'investimento adeguati allo specifico investitore. L'analista è un tecnico che attua il progetto di un edificio, mentre il pianificatore è l'architetto che fa il progetto²⁹⁸. Si auspica lo sviluppo sempre più rodato di figure professionali, come il consulente finanziario professionista, il gestore finanziario strategico e il consulente finanziario indipendente, ciascuno con le sue peculiarità²⁹⁹, ma ciascuno in grado di affiancare i clienti nella negoziazione delle condizioni e nella valutazione dei rischi, per un duplice fine: ridurre i costi di gestione del portafoglio, scalando le fisiologiche asimmetrie informative e garantire che gli strumenti di risparmio e di investimento scelti, siano adeguati al loro profilo, sia patrimoniale sia psicologico. Grazie al supporto di queste figure professionali, come *broker*, avvocati, agenti assicurativi, consiglieri – *financial advisor*, il cliente dovrebbe essere in grado di:

- Controllare i rischi;
- Capire ciò che gli serve;

²⁹⁵ Cfr. anche il Regolamento CONSOB sugli intermediari, Regol. n. 17130/2010. La disposizione in esame distingue fra “clienti” e “potenziali clienti”. Il cliente può essere già stato acquisito, e allora si parla semplicemente di “cliente”, oppure può essere in fase di acquisizione, e allora si parla di “potenziale cliente”. La differenza è che nei confronti del “cliente” sussiste già un rapporto contrattuale, mentre nei confronti del “potenziale cliente” non sussiste un rapporto.

²⁹⁶ Cfr. Vocabolario Treccani: <http://www.treccani.it/vocabolario>.

²⁹⁷ Così Galimberti U., *Dizionario di Psicologia UTET*.

²⁹⁸ Questa è la *vision* della COFIP - Associazione Consulenti Finanziari Professionisti, costituita nel 2014 per promuovere in Italia figure consulenziali professionali.

²⁹⁹ Per esempio, il gestore finanziario strategico è retribuito in base alle sue performance (“*high water mark*”), mentre il consulente finanziario indipendente, che si occupa sia di consulenza (come il consulente finanziario professionista) sia di gestione (come gestore finanziario strategico), è remunerato esclusivamente dal cliente, senza percepire provvigioni ed è obbligato a eseguire un servizio o un'opera nei confronti del committente, con lavoro prevalentemente personale, indipendentemente dal risultato che sarà raggiunto (cosiddetta “obbligazione di mezzi”).

- Conoscere i prodotti del mercato (a cosa servono, perché e come si acquistano, soluzioni);
- Prendere in considerazione tipi di rischio diversi (*market risk*, rischio di tasso di interesse, d'inflazione, di recessione, valutario, politico);
- Allineare la comprensione alla conoscenza;
- Calcolare i costi e i rendimenti;
- Negoziare i costi.

L'evoluzione della disciplina sulla consulenza finanziaria, dalla consulenza in materia di valori mobiliari e di investimenti in servizi finanziari alla consulenza in materia di investimenti, si allinea su una direttrice precisa³⁰⁰, che comprende progetti di educazione finanziaria del cliente e consulenza indipendente. Tuttavia, come ha precisato il Comitato Economico Europeo, solo i consumatori con un'adeguata cultura finanziaria hanno una sufficiente comprensione di quanto possa essere complesso il soddisfacimento dei bisogni finanziari e possono di conseguenza apprezzare il valore aggiunto di una consulenza finanziaria competente e indipendente³⁰¹. Urge ancora, data l'importanza dell'accesso all'educazione e alla consulenza finanziaria, una maggiore regolamentazione nell'ambito della consulenza³⁰².

Per il processo di educazione finanziaria³⁰³ si fa soprattutto riferimento alla consulenza generica, fermo restando il ruolo chiave della consulenza professionale. La velocità a cui crescono da un lato la complessità e la numerosità delle scelte finanziarie e le capacità e conoscenze finanziarie dei cittadini sono ancora molto diverse, tanto da non potere fare a meno delle figure dei consulenti. La peculiarità dell'educazione finanziaria, che questi si trovano a fornire, sta nel fatto che i suoi benefici si producono su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, di difficile valutazione e a volte anche misurazione³⁰⁴. È indubbio però che l'educazione finanziaria è alla base di una consulenza efficace. In particolare, il regolamento sui consulenti finanziari³⁰⁵ prevede che i consulenti finanziari forniscano al cliente o potenziale cliente informazioni corrette, chiare, non fuorvianti³⁰⁶ e sufficientemente dettagliate³⁰⁷ affinché il cliente o potenziale cliente possa ragionevolmente comprendere la natura e le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti e dello specifico strumento finanziario raccomandato e possa adottare decisioni di investimento informate (art. 12, co. 1, lett. a

³⁰⁰ Cfr. per un'analisi relativamente recente, Figoli J., *Il Concetto di Consulenza Finanziaria: L'evoluzione della Normativa*, Professione Finanza, 27/02/2008.

³⁰¹ Cit. Comitato Economico Europeo, *Parere del Comitato Economico e Sociale Europeo in merito al Libro Verde sui Servizi Finanziari al Dettaglio nel Mercato Unico*, COM (2007), 226 def., 2008/C 151/01, 2008.

³⁰² Cit. Paracampo M. T., per ASCOSIM, *La Revisione della MiFID e degli Scenari della Consulenza Finanziaria in Italia*, 2° Forum Nazionale della Consulenza Finanziaria, Milano, 2012.

³⁰³ Ci si attiene alla definizione di OECD, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, 2005, p. 26.

³⁰⁴ Cfr. a tal proposito Chionsini G. e Trifilidis M., Banca d'Italia, *Educazione Finanziaria: L'utilità di una Strategia Unitaria*, 2010.

³⁰⁵ Cfr. CONSOB, *Regolamento Consulenti Finanziari*, a cura della Divisione Tutela del Consumatore Uffici Relazioni con il Pubblico, Gennaio 2010.

³⁰⁶ La correttezza dell'informazione significa che l'informazione non può essere contraria a verità. Una delle funzioni della dazione d'informazioni è trasmettere conoscenza, risultato che si può realizzare solo quando i dati e le notizie sono trasparenti (chiare). Secondo il regolamento, inoltre, l'informazione non può essere fuorviante, non deve cioè un errore in capo al cliente.

³⁰⁷ Non è sufficiente una descrizione sommaria, ma occorre un certo livello di specificità. Dall'altro lato non è tuttavia consentito eccedere nella dazione d'informazioni (leggasi di "sufficiente" dettaglio).

Regol. n. 17130/2010). Allo stesso tempo, come già altrove precisato (cfr. *supra*), i consulenti finanziari acquisiscono dai clienti o potenziali clienti le informazioni necessarie al fine della loro classificazione come clienti, o potenziali clienti al dettaglio o professionali ed al fine di raccomandare gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente (art. 12, co. 1, lett. b, Regol. n. 17130/2010). Si deve garantire che il cliente possa ragionevolmente comprendere i servizi/ prodotti che l'intermediario gli offre, fornendogli relativamente solo quelle poche, ma rilevanti informazioni, omettendo i dettagli. Il livello di comprensione è inevitabilmente legato alle caratteristiche delle informazioni (corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate), ma dipende anche fisiologicamente dalla capacità di comprenderle del destinatario. Il percorso logico della consulenza al cliente è dunque piuttosto chiaro: l'investitore ha dei limiti cognitivi che determinano sistematici errori; il consulente a conoscenza di ciò, nello svolgere il proprio servizio, deve tenerne conto, nell'interesse del cliente e, al contempo, deve far riconoscere al cliente i suoi limiti, affinché maturi in lui una chiara esigenza di consulenza; a questo punto, quegli stimola le "difese naturali" del cliente contro la sua emotività, poiché il consulente deve guidare il cliente verso soluzioni condivise che siano il più possibile "protette" dai fattori emotivi³⁰⁸.

Un'ultima considerazione deve ancora essere fatta. Insiti nel rapporto di consulenza vi sono tre paradossi³⁰⁹ essenziali, che assieme ai *bias* noti contrastano gli effetti positivi del rapporto di consulenza. Innanzitutto un investitore risparmia per difendersi da un futuro incerto, ma poi si depositano i risparmi in portafogli con andamento incerto. Paradossalmente i risparmi non sono al sicuro così. Inoltre sarebbe meglio, per i risparmi, non averne cura una volta investiti. Paradossalmente seguendo pedissequamente gli esiti degli investimenti si incappa nelle euristiche cognitive di cui sopra. Infine il risparmiatore impreparato rimprovera al consulente quello che è un merito e non un difetto. Paradossalmente se il consulente ha ben diversificato il portafoglio del cliente, il consulente avrà per definizione perso delle buone occasioni, nel senso che avrebbe potuto concentrarsi sulle scelte che si sono rivelate più di successo. In conseguenza di ciò, la strategia della diversificazione pone difficoltà al consulente sia *a priori*, quando deve applicarla, dato che il cliente non sa quale sia la scelta in assoluto "migliore", sia *a posteriori*, quando si trova a dover spiegare perché a suo tempo non si è concentrato sulle scelte rivelatesi solo in seguito migliori. Questi paradossi non riescono a far vivere serenamente ad entrambe le parti contrattuali contemporaneamente il rapporto, nonostante anche innovativi approcci alla consulenza come quello del *Social Marketing Approach*³¹⁰.

³⁰⁸ Vedasi Bertelli R., *La Consulenza Finanziaria e la Finanza Comportamentale: dal Contributo Teorico all'Applicazione Operativa*, Dalla produzione alla distribuzione: il ruolo dell'investment advice, BNP Paribas, 2011, cit.

³⁰⁹ Le parole di Legrenzi sulla consulenza valgono per un inquadramento da generale a dettagliato. Cfr. in merito Legrenzi P., I soldi in testa, *Il Risparmio al Sicuro Dalle Emozioni: 100 Lezioni di Finanza Comportamentale*, pubblicazione a cura di Swiss & Global Asset Management Italia, 2012-2015, dalla lezione n.47.

³¹⁰ Cfr. i lavori di Lusardi ed in particolare Lusardi A., *Overcoming the Saving Slump. How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*, Chicago, University of Chicago Press, 2008. Quest'approccio prevede le seguenti fasi, che richiamano in molti loro aspetti elementi tipici del marketing.

- 1) Identificare la popolazione *target*;
- 2) Classificare la popolazione attraverso metodi per vedere meglio i *cluster*;
- 3) Disegnare un'offerta;
- 4) Pianificare.

3.7 Conclusioni

Ancora oggi non si è giunti ad un modello condiviso di strategie dedicate, ma vi è però una forte convergenza nel cercare di definire l'educazione finanziaria. Come del resto fa anche la definizione contenuta nel *PISA 2012 Financial Literacy Framework*³¹¹, che evidenzia come il concetto di alfabetizzazione non si deve limitare solo alle conoscenze e ai concetti economici, ma si amplia anche alla capacità di padroneggiare quegli aspetti emotivi e psicologici che influiscono sulle scelte finanziarie. Per poter "misurare" il livello di competenze finanziarie di ciascun individuo è necessario l'utilizzo di appositi indicatori adatti per individuare in modo adeguato e appropriato il livello di conoscenza finanziaria (*financial knowledge score*), il comportamento degli individui nell'assumere scelte finanziarie (*financial behaviour score*) e il loro atteggiamento in materia economico-finanziaria soprattutto per ciò che concerne la pianificazione di risorse a medio lungo termine (*financial attitude score*). Lo sviluppo di ricerche analoghe a questa non fornisce solo misure indicative, ma è volta ad analizzare le differenze tra categorie di persone, riscontrando quali siano le cause di tali differenze. È necessario, dunque, elaborare adeguati programmi educativi per ogni fascia di età che tengano in considerazione le particolari caratteristiche che contraddistinguono le diverse realtà nazionali; in aggiunta è opportuno identificare una misura di base, la più oggettiva possibile, che consenta sia una corretta comparazione tra Paesi sia la possibilità di elaborare programmi di interventi mirati laddove si riscontri una scarsa conoscenza di educazione finanziaria. Per svolgere questo tipo di misurazioni, le principali organizzazioni sia a livello internazionale (OECD, Banca Mondiale, Commissione Europea) che a livello nazionale (Ministero della cultura e dell'istruzione, Banca Centrale) hanno pubblicato delle indagini o ricerche allo scopo di stimare i progressi realizzati nel corso del tempo, permettendo, così, la valutazione dei differenti comportamenti dei gruppi di individui nei diversi Paesi. Benché permangano evidenze empiriche contrastanti³¹², soprattutto a causa dei bias in cui può inciampare il consulente stesso, la consulenza a ben vedere può diventare l'attività che assottiglia il divario tra l'analisi normativa e quella descrittiva dei problemi³¹³. È un'attività che formula consigli pratici allo scopo di indurre decisioni coerenti con l'obiettivo di migliorare i benefici, in termini di ricchezza, dell'investitore. La finanza comportamentale stessa fornisce una sorta di legittimazione alla consulenza, mostrando come il comportamento degli agenti diverge dalla condotta ottimizzante e fornendo strumenti per attuare concretamente l'impostazione prescrittiva della

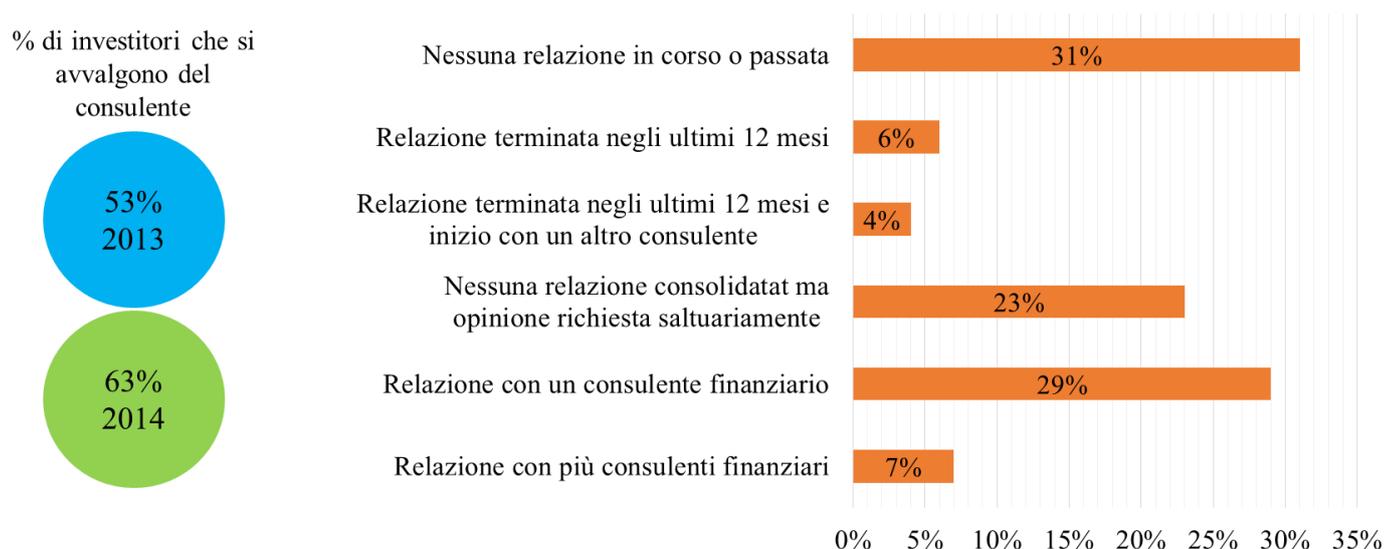
³¹¹ "L'educazione finanziaria è il processo attraverso il quale i consumatori/investitori finanziari migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e una consulenza oggettiva (anche detta generica), sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario" (PISA 2012).

³¹² Cfr. Shapira Z. e Venezia I., *Patterns of Behaviour of Professionally Managed and Independent Investors*, *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 1573-1587, 2001; Jensen R. T. e Miller N. H., *Giffen Behavior and Subsistence Consumption*, *American Economic Review*, 98(4): 1553-77, 2008; Hackethal A., Haliassos M. e Jappelli T., *Financial Advisors: A Case of Babysitters?*, CFS Working Paper n. 4, 2009; Gentile M. e Siciliano G., *Le Scelte di Portafoglio Degli Investitori Retail e Il Ruolo dei Servizi di Consulenza Finanziaria*, *CONSOB Studi e Ricerche* n. 64, 2009.

³¹³ Cfr. Rigoni U., *Finanza Comportamentale e Gestione Del Risparmio*, in *Studi di Economia degli Intermediari Finanziari*, G. Giappichelli Editore-Torino, 2006, cit. p. 139 e ss.

consulenza. Con essa, si vuole assistere e surrogare l'investitore nelle decisioni d'investimento³¹⁴. A conti fatti, gli investitori che optano per l'aiuto del consulente sono (ancora) pochi, sia relativamente sia a livello generale: per molti investitori ci sono costi troppi alti per la ricerca della figura di fiducia; i più non posseggono le competenze necessarie per esaminare correttamente le credenziali dei professionisti. Secondo recenti indagini³¹⁵, il 63% degli investitori utilizza almeno occasionalmente un consulente di investimento, con un incremento di 10 punti percentuali rispetto tra il 2013 e il 2014. Una parte notevole di investitori a livello globale ha una relazione consolidata e in corso con un consulente finanziario.

Schema 3.3 *Advisor use*



Fonte: elaborazione personale da Natixis (2015).

Ad oggi, si può dire che il consulente venga scelto in maniera casuale o quasi. Tuttavia il valore aggiunto della consulenza agli investitori, che supporta le scelte del cliente, perseguendo extra rendimenti, sta nell'obiettivo di migliorare la *performance* del portafoglio gestito. Ma non tutti i risparmiatori se ne sono ancora completamente edotti. D'altra parte, l'evidenza empirica sull'efficacia dell'educazione finanziaria è ambigua; in particolare l'alfabetizzazione migliora leggermente il comportamento ma non lo modifica in modo significativo. Si sottolinea inoltre che, anche se fosse possibile progettare un programma di educazione finanziaria efficace, i costi sarebbero superiori ai vantaggi e converrebbe di più continuare ad implementare la regolamentazione. Infatti, la formazione "dovrebbe essere estesa, ad alta intensità, frequente, obbligatorio e

³¹⁴ Cfr. Rigoni U., *Finanza Comportamentale e Gestione Del Risparmio*, in Studi di Economia degli Intermediari Finanziari, G. Giappichelli Editore-Torino, 2006.

³¹⁵ Cfr. Natixis Global Asset Management, *Global Survey of Individual Investors*, Investor Insights Series, *Close Enough Isn't Good Enough: Investor Expectations And The Need For Concrete Financial Plans*, 2015. Natixis ha intervistato nel febbraio 2015 settemila investitori provenienti da Americhe, Asia, Europa, Medio Oriente e Oceania, con l'obiettivo di comprendere il loro parere su mercati, investimenti e misurare i loro progressi verso gli obiettivi finanziari.

fornita a ciascun punto del processo decisionale, con un'impostazione uno-a-uno e con un contenuto personalizzato per ogni consumatore”³¹⁶.

³¹⁶ Cfr. Willis L. E., *Evidence and Ideology in Assessing the Effectiveness of Financial Literacy Education*, San Diego Law Review, 46(2): 415-458, 2009, cit.

CAPITOLO QUARTO – Elaborare una Strategia Nazionale

While not a panacea, investing in financial education is an important means to perform our institutional duties: protecting savings, ensuring stability and promoting competition

Ignazio Visco

L'importanza della partecipazione al sistema finanziario diventa sempre più evidente. Le persone che effettuano pagamenti, che risparmiano e gestiscono un rapporto presso istituzioni di credito o più semplicemente finanziare sono aumentate esponenzialmente nel corso del novecento. Ma non altrettanto velocemente lo stesso numero di persone si è alfabetizzata sulla natura delle operazioni e dei prodotti finanziari. Tenuta ferma l'accessibilità ai servizi finanziari, come mezzo per raggiungere un fine, gli individui non sono però in grado di fronteggiare difficoltà finanziarie, come ad esempio un elevato debito o un fallimento. Vale sicuramente la pena esplorare il legame tra i servizi finanziari e l'alfabetizzazione finanziaria. Molti investitori oggi sono in grado di muoversi in avanti e prendere consapevolezza del conflitto psicologico tra la caccia ai rendimenti degli investimenti e il desiderio di un rifugio sicuro per le proprie attività finanziarie. Essi stanno cominciando a guardare al rischio-rendimento in modi più personali, che li aiutano a capire meglio gli obiettivi e i livelli di tolleranza generale. Inoltre due terzi degli investitori in tutto il mondo afferma che la crescita del risparmio è sempre più una priorità. Una maggioranza significativa (63%), per esempio, si preoccupa del rischio di non raggiungere i propri obiettivi d'investimento specifici. Due terzi degli investitori (67%) sono disposti a fissare un obiettivo di rendimento e tre quarti (76%) dicono che sarebbero contenti di raggiungere i loro obiettivi, anche se questo significa rinunciare a rendimenti più alti sul mercato. Eppure, a più di cinque anni dalla crisi finanziaria, le cicatrici rimangono. A livello globale, i due terzi degli investitori si dicono disposti ad assumere solo rischio di investimento minimo, anche se ciò significa sacrificare i rendimenti. In Europa il 71% degli investitori ancora non è disposto a aumentare il rischio, rispetto al 68% del 2013³¹⁷.

Non si deve dimenticare che quando si decide di investire i propri risparmi ed in particolare di affidarsi ad una figura professionale come il consulente bisogna avere presente concetti base come il rapporto rischio-rendimento o il funzionamento dei tassi d'interessi. Sarebbe necessario che nozioni così tecniche non vengano acquisite solo in vista di un prossimo investimento, ma entrino a far parte del quotidiano. Negli Stati Uniti, ad esempio, i programmi di educazione economico-finanziaria e alfabetizzazione partono dalle elementari, momento in cui si acquisiscono già degli argomenti chiave come risparmio e investimento (comprenderne la differenza è essenziale), entrate e uscite, prestiti e rischi finanziari. Alle medie invece viene spiegato il funzionamento dei mercati azionari; si chiarisce nel corso di anni altamente formativi che esistono tassi che cambiano col tempo e viene approfondito il discorso sul bilancio e sulla pubblicità, intesa come fonte

³¹⁷ Cfr. per i dati Natixis Global Asset Management, *Global Survey of Individual Investors, Cautions, Conflicted, Needed Guidance*, 2014.

informativa dei privati e sul lato prestiti e rischi finanziari, come con i mutui. Invece, alle scuole superiori, anche in vista delle spese che i futuri studenti universitari si troveranno a fare, si è ritenuto opportuno strutturare il sistema delle rette universitarie e quindi approfondire il tema delle tasse e delle assicurazioni con un occhio alla digitalizzazioni di molti strumenti. Nel corso di tutto il programma, è anche molto importante far comprendere il ruolo di ciascuno nel sistema economico nel suo complesso, invero le interconnessioni tra tutti gli agenti³¹⁸. Questi sono esempi virtuosi di educazione finanziaria.

Ma come altrove precisato non è sufficiente.

Il CESE (Comitato Economico e Sociale Europeo) ribadisce da sempre l'importanza di incrementare la tutela dei consumatori sui mercati finanziari anche e soprattutto promuovendo politiche di educazione finanziaria. Sotto questo termine si deve intendere il processo mediante il quale i consumatori migliorano la comprensione dei prodotti finanziari e acquisiscono una maggiore conoscenza dei rischi finanziari e delle opportunità del mercato, riducendo i rischi di esclusione finanziaria e incoraggiando i consumatori a pianificare e risparmiare.

Non devono venire meno in quest'ottica dei programmi e delle strategie nazionali di *education* finanziaria. A livello europeo, ad esempio, la Commissione Europea ha pubblicato i principi di base per la realizzazione di programmi di educazione finanziaria di elevata qualità, nonché sostenuto il progetto di educazione al consumo *Development of On Line Consumer Education Tools for Adults – Dolceta* (Sviluppo di strumenti online per l'educazione dei consumatori adulti) e l'istituzione nell'ottobre 2008 di un gruppo di esperti in materia di educazione finanziaria (Expert Group on Financial Education – EGFE), con l'intento di analizzare le varie strategie di sviluppo dei programmi di educazione finanziaria e di un *database* nel 2009, l'European database for financial education (EDFE³¹⁹), per inserire le informazioni sui programmi educativi esistenti. Prima del 2008, con cadenza triennale è stato istituito il progetto PISA – *Programme for International Student Assessment (PISA)* al fine di poter studiare e poi migliorare le politiche intraprese ed i relativi risultati educativi. Gli ultimi dati del 2012 hanno ad oggetto un test, su scala mondiale, del rendimento degli studenti in lettura, matematica e scienze. Si è trattato di un progetto molto importante per lo sviluppo di strategie, programmi e politiche di educazione finanziaria nel contesto mondiale poiché si è fatto esplicito riferimento alla *financial literacy* come competenza degli studenti.

4.1 Come Definire una Strategia Nazionale

Nonostante le migliori intenzioni dei regolatori di tutto il mondo, definire una strategia nazionale non è così semplice. La progettazione ottimale di un intervento di educazione finanziaria dipende dagli obiettivi specifici del programma e dal *target* di riferimento. Il *design* degli interventi di educazione comporta un

³¹⁸ Questo è il programma elaborato nell'ultimo decennio da CFPB *Consumer Financial Protection Bureau*. Questi hanno anche sviluppato una libreria di informazioni per i consumatori, la "Chiedi a CFPB", dove rispondono come su un *forum* alle domande più frequenti da parte dei consumatori sui problemi nel mercato finanziario.

³¹⁹ Cfr. <http://ec.europa.eu/internalmarket/fesis/index.cfm?action=home>.

numero importante di componenti, tra cui il suo ambiente (istituzionale, scuole o luoghi di lavoro, comunità o casa), i canali di trasmissione (video, *online*, di persona, materiali scritti, di massa media) e i tipi di prodotti ovviamente. Di seguito si fornisce un inventario non esaustivo delle possibilità esistenti e delle loro combinazioni (cfr. Figura 4.1).

Figura 4.1 – Contenuti possibili dell’educazione finanziaria materia

Prodotti	Materie e Gruppi	Canali
<ul style="list-style-type: none"> • Prodotti di risparmio o passività (depositi di risparmio, buste paga) • Prodotti di investimento o attività (credito al consumo e prestiti ipotecari) • mezzi di pagamento (carte di debito e di credito) • prodotti parafinanziari (assicurazioni, piani pensionistici) • Servizi (trasferimenti, consulenza, commissioni) 	<ul style="list-style-type: none"> • Apprendere a risparmiare (bambini e giovani) • Cominciare a lavorare (giovani) • Cominciare una vita indipendente (giovani) • Formare una famiglia (popolazione adulta) • Preparazione alla pensione (popolazione anziana) • Gestire il denaro in un’impresa (imprenditori) 	<ul style="list-style-type: none"> • Istituti di istruzione • Luoghi di lavoro • Associazioni imprenditoriali e sindacali • Associazioni dei consumatori e ONG • Centri per anziani • Mezzi di comunicazione • Internet

Fonte: elaborazione personale.

Studi sull’alfabetizzazione finanziaria³²⁰ hanno trovato che più della metà degli interventi sono stati forniti da un istruttore in un ambiente “scolastico”. A dispetto di un crescente interesse nel campo dell’educazione degli adulti, le valutazioni degli interventi non basate su un approccio scolastico - come mass media, strumenti online, consulenze individuali, telefono o stampa - sono tutti al di sotto del 10% dei campioni di programmi nazionali analizzati dagli studiosi³²¹. Mancano ancora poi particolari indagini³²² sulla frequenza e l’intensità con cui si dovrebbero sottoporre i programmi al pubblico, pur trattandosi di programmi ad ampio spettro

³²⁰ Vedasi le ricerche di Miller M., Reichelstein J., Salas C. e Zia B, *Can You Help Someone Become Financially Capable? A Meta-Analysis of the Literature, A Meta-Analysis of the Literature*, World Bank Policy Research Working Paper n. 6745, 2014.

³²¹ Cfr. Lusardi A., Keller P. A. e Keller A. M., *New Ways to Make People Save: a Social Marketing Approach*, Working Paper 14715, NBER, 2009 e Bayer P., Bernheim D. e Scholz J.K., *The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence From a Survey of Employers*, in *Economic Inquiry*, vol. 47, 2008.

³²² Cfr. per un approccio sperimentale, Bayer P., Bernheim D. e Scholz J.K., *The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence From a Survey of Employers*, in *Economic Inquiry*, vol. 47, 2008.

temporale (si pensi ai piani pensionistici). Si può immaginare che sia necessaria una certa esposizione o ripetizione alle tematiche in esame prima che gli effetti siano manifesti, ma anche per contrastare la disinformazione o la formazione di opinioni di parte e distorte. In compenso per quanto riguarda il *timing* dei momenti di insegnamento, esperti di alfabetizzazione finanziaria hanno sostenuto che l'educazione finanziaria dovrebbe essere fornita sempre, trasversalmente e a qualunque età cognitiva, ma considerando strumenti diversi e pertinenti con il *frame* del soggetto, in modo tale da essere più ricettivo in momenti specifici, per esempio specifici punti di transizione nel corso della vita (come iniziare a lavorare per un giovane adulto). Esistono in pratica diversi approcci educativi che possono essere implementati³²³:

- Approcci che combinano specifiche dimostrazioni con concetti generali: riconoscendo l'importanza della base teorica di *financial capability*, il *learning by doing* è un complemento imprescindibile per il dinamico mondo finanziario contemporaneo;
- Il filone degli approcci interattivi e di gioco (*gamification*³²⁴), molto attuale e con un target preciso di discenti;
- Metodi narrativi, descrittivi e grafici, anche digitali, mostrano i loro effetti positivi sull'*investor education*;
- L'uso di incentivi finanziari e non per aumentare e promuovere le motivazioni ad agire per diventare più edotti, come incentivi sociali.

Vale che, secondo l'opinione dell'OECD³²⁵, una strategia nazionale di *investor education* si debba inserire in un quadro più ampio che:

- 1) Riconosce l'importanza dell'educazione finanziaria, ne definisce il suo significato e la portata a livello nazionale, in relazione alle diverse esigenze;
- 2) Implica la collaborazione di diversi soggetti interessati, nonché l'individuazione di una figura *leader* o di organismo di coordinamento/consiglio;
- 3) Stabilisce una tabella di marcia per raggiungere obiettivi specifici e predeterminati entro un determinato periodo di tempo;
- 4) Sia guida per singoli programmi di educazione efficiente.

È stato osservato che le strategie di *investor education* sono destinate ad essere adattate alle giurisdizioni nazionali. In molti paesi, la strategia è parte o complemento di un approccio olistico volto a abilitare i

³²³ Per una trattazione più estesa cfr. Atkinson A. Messy F., Rabinovivh L. e Yoong J., *Financial Education for Long-term Savings and Investments: Review of Research and Literature*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n. 39, OECD Publishing, Paris, 2015

³²⁴ Così chiamato da Huang and Hsu (2011), cit. presso Atkinson A. Messy F., Rabinovivh L. e Yoong J., *Financial Education for Long-term Savings and Investments: Review of Research and Literature*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n. 39, OECD Publishing, Paris, 2015.

³²⁵ Cfr. OECD/INFE, *Current Status of National Strategies For Financial Education*, OECD/INFE Comparative Analysis and Relevant Practices, Relazione 2012.

consumatori e gli investitori attraverso una maggiore protezione finanziaria e un'adeguata inclusione finanziaria. Nei paesi in cui l'accesso alla gamma di servizi finanziari tradizionali da gran parte della popolazione rimane una preoccupazione, l'inclusione finanziaria e gli obiettivi delle politiche educative sono combinati per rafforzare reciprocamente il loro impatto, per allargare l'accesso ai servizi finanziari e garantirne l'uso appropriato da parte di tutti i segmenti della popolazione, compresi i gruppi più vulnerabili.

In ossequio ai principi OECD/INFE (2012 – cfr. cap.1)), la terminologia utilizzata dai paesi quando si tratta delle loro strategie nazionali varia. Si parla di “educazione finanziaria”, “alfabetizzazione finanziaria” o “protezione del consumatore”. Ciò però che accomuna tutti è l'intenzione di trasmettere la capacità di formulare giudizi informati e di prendere decisioni efficaci. La vasta gamma di priorità politiche non si pone o quantomeno non dovrebbe porsi in concorrenza con l'*investor education* per risorse e volontà. È noto che la logica alla base della progettazione e della realizzazione di un piano nazionale varia da Paese a Paese, con una differenziazione tra gli obiettivi che i paesi mirano a raggiungere e il loro approccio progettuale. Dalle indagini condotte³²⁶ sembra che siano due le matrici possibili. La prima possibilità vede la strategia di educazione finanziaria come parte di una più generale strategia nazionale volta a consentire la tutela dei consumatori finanziari. Nel secondo approccio, il sistema viene pensato e sviluppato come un'iniziativa autonoma e finalizzate a affrontare sfide particolari di alfabetizzazione finanziaria.

Tra i fattori guida nella scelta delle tattiche di *investor education* contribuiscono sicuramente i bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria, in un periodo di forte sensibilità dei mercati agli *shock*. Sollevare l'attenzione sull'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria o facilitare il consenso sul suo sviluppo è diventato l'ordine del giorno di molti governi nazionali, grazie al ruolo determinante dell'*investor education* nel garantire slancio e sostenibilità all'economia tutta. Il problema resta la necessità di raccogliere e razionalizzare le iniziative esistenti che mancano di coordinamento da parte di una o più autorità pubbliche nazionali.

Un ruolo principe lo detengono, infine, il settore privato, *partner* nello sviluppo di strategie nazionali. Nello sviluppo e soprattutto nell'attuazione di strategie nazionali, il settore privato contribuisce ad aspetti specifici della strategia e fornisce un sostegno importante anche finanziario. L'analisi condotta dall'OCSE³²⁷ ha identificato cinque modalità di coinvolgimento del settore privato nelle attività svolte dalle pubbliche autorità in materia di istruzione finanziaria, in particolare nel contesto delle strategie nazionali. Questi sono:

- ⇒ Prestazione obbligatoria: il settore privato deve spendere una quantità definita di risorse sui programmi di educazione finanziaria per i loro clienti o la comunità.
- ⇒ Prelievi sul settore finanziario: prelievi di legge sul settore dei servizi finanziari possono essere applicati dal regolatore nazionale o dall'autorità di vigilanza. Questo è il caso del Regno Unito, dove il servizio di consulenza è finanziato così.

³²⁶ Cfr. OECD/INFE, *Current Status of National Strategies For Financial Education*, OECD/INFE Comparative Analysis and Relevant Practices, Relazione 2012.

³²⁷ Vedi nota *supra*.

- ⇒ I sistemi di certificazione e di accreditamento: un ente pubblico può dare dei marchi di qualità o formalmente accreditare un'istituzione non-pubblica per le sue attività di educazione finanziaria.
- ⇒ Collaborazione nello sviluppo e nell'attuazione delle politiche di educazione finanziaria: le parti interessate del settore privato sono coinvolte direttamente nella progettazione e nell'attuazione del quadro strategico nazionale o di programmi specifici.
- ⇒ Supporto volontario del settore privato: associazioni di settore, specifiche istituzioni finanziarie o ONG intraprendenti possono decidere di sponsorizzare una strategia nazionale o dei progetti specifici.

Nonostante il coinvolgimento del settore privato nella fornitura di educazione finanziaria può dare origine a possibili conflitti di interesse con le loro attività commerciali, la tabella di marcia di una strategia nazionale è spesso il risultato della cooperazione tra il governo e tutte le parti interessate. Questi stabiliscono insieme le priorità politiche e gli obiettivi di breve e lungo termine, identificano *target* di pubblico e stabiliscono metodi per la valutazione dell'impatto globale della strategia.

4.1.1 Ipotesi Nazionale

L'obiettivo da tenere all'orizzonte è qui captare le migliori possibilità per lo sviluppo di una strategia valida di educazione finanziaria, applicabile a livello nazionale e quindi compatibile con le caratteristiche intrinseche di regolazione, sostrato e tradizione italiani. Ci si aspetta che la popolazione nel lungo breve-medio periodo possa comprendere alcune regole semplici del mercato degli investimenti: riflettere sulle proprie esigenze e preferenze, raccogliere ed elaborare informazioni, comprendere il ruolo di figure consulenziali e valutare criticamente gli eventi. A lungo termine, invece, a seguito dell'applicazione di un piano nazionale si auspica che gli investitori siano attori competitivi e preziosi per il mercato, non delle zavorre che inflazionano la regolazione con esigenze di tutela superficiali.

In Italia, l'educazione finanziaria ha guadagnato l'attenzione solo di recente e molti programmi educativi rimangono una novità. Nel 2007, la Banca d'Italia e il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca (MIUR) hanno firmato un *Memorandum* d'intesa per un programma sperimentale in modo da integrare l'educazione finanziaria nei programmi scolastici, unendo le diverse prospettive e competenze delle due istituzioni. In linea con la natura pubblica delle sue funzioni, Banca d'Italia promuove l'alfabetizzazione finanziaria al fine di consentire ai cittadini di prendere decisioni finanziarie consapevoli. Il MIUR d'altro canto fornisce competenze didattiche. All'interno dell'accordo si sono stabiliti diversi punti metodologici chiave. L'educazione finanziaria non è intesa come un ulteriore oggetto autonomo, ma come parte di vari elementi. È essenziale poi rendere l'educazione finanziaria universalmente disponibile per tutti. Il costo di attuazione di programmi sotto questa egida integrativa è sostanziale, ma i benefici sono fondatamente vasti. Tuttavia, ne viene offerto un numero sempre maggiore. Oramai è fondamentale sviluppare strategie comuni tra i responsabili politici e le istituzioni private per combinare gli sforzi, rafforzare la cooperazione e coordinare programmi futuri solidi.

L'istituzione di una strategia nazionale generalmente richiede indagini preliminari per assicurarsi che sia rilevante e si adatti alle circostanze nazionali. Tali operazioni non seguono necessariamente un ordine prestabilito ma di solito includono la valutazione dei bisogni della popolazione e la segnalazione di un possibile gruppo bersaglio, la mappatura delle iniziative e la comunicazione tra le parti interessate.

a) Valutazione dei bisogni della popolazione e lacune politiche.

I paesi individuano criteri e fonti di informazioni in una varietà di modi, a seconda della disponibilità di risorse, delle proprietà della strategia e degli accordi istituzionali alla base del suo sviluppo. È in questa fase che i paesi hanno la possibilità di valutare i metodi da prediligere per affrontare questioni specifiche, definire la popolazione *target* e determinare le esigenze dei gruppi di investitori. I paesi indicano diversi metodi per ottemperare a questo momento propedeutico: indagini nazionali, indagini sui consumatori, sondaggi, analisi dei mercati finanziari, denunce dei consumatori e/o *best practices* di altri stati. Le indagini nazionali dei livelli di alfabetizzazione finanziaria, i reclami dei consumatori e i dati di altri paesi sono i metodi preferiti per individuare le priorità fondamentali e sono stati utilizzati rispettivamente per l'80%, il 52% e il 67% dei paesi esaminati³²⁸.

b) Mappatura di iniziative e risorse esistenti.

Questa fase, talvolta di *brainstorming*, permette l'individuazione di potenziali *partner* e la comprensione delle carenze esistenti; lo strumento attraverso cui si può effettuare sono soprattutto incontri con tutte le agenzie governative e le istituzioni selezionate che potrebbe aver avuto un interesse nel campo, attraverso indagini condotte tra le parti interessate, o tramite l'organizzazione di conferenze nazionali sull'educazione finanziaria

c) Consultazione e comunicazione.

La consultazione tra le parti è un metodo utile per avere un'idea delle priorità percepite, comprendere il ruolo potenziale che alcune istituzioni possono svolgere all'interno del piano nazionale, e per ricevere consigli costruttivi dai soggetti competenti in materia di educazione finanziaria. In molti casi poi, i paesi hanno deciso di comunicare la strategia stessa, per catturare l'attenzione della popolazione e dei *media* e elevare così il profilo del progetto.

Bisogna considerare che una strategia nazionale è il prodotto di uno sforzo collettivo che coinvolge diverse autorità pubbliche e diversi attori del settore privato e /o non governativo (ONG). Data la natura a lungo termine di tali iniziative e il numero di attori coinvolti, i paesi dovrebbero dedicare molta attenzione alla creazione di meccanismi che permettono migliori *governance* e coordinamento tra loro, data la necessità di garantire la partecipazione, più o meno formale, di diverse parti interessate dal pubblico al settore privato e civile, per una collaborazione regolare ed efficace. Capire il valore aggiunto fornito da gruppi di lavoro e *committees* miste è importantissimo per valorizzare il dialogo tra le parti e stabilire accordi di *partnership* o

³²⁸ Cfr. commento per ogni categoria e dati da OECD/INFE, *Current Status of National Strategies For Financial Education*, OECD/INFE Comparative Analysis and Relevant Practices, Relazione 2012.

di coordinamento permanente con gli *stakeholder*. Non si deve dimenticare che nella maggior parte dei casi, il coinvolgimento di una vasta gamma di soggetti interessati deriva dal fatto che l'educazione finanziaria è a cavallo tra gli interessi di più di autorità. A tale riguardo, i governi e le autorità pubbliche spesso interagiscono con una gamma molto ampia di soggetti interessati, compreso il settore privato, le istituzioni, i sindacati, gli accademici. Questa struttura "federale" deve essere incoraggiata ma non a scapito della frammentarietà delle iniziative.

4.1.1.1 L'Audience Target. La Fase di Implementazione

Come evidenziato in precedenza (vedasi *supra*), la maggior parte delle tabelle di marcia parte con l'identificare il *target* di pubblico. La messa a fuoco potrebbe essere su tutta la popolazione, su alcuni segmenti (identificati in base a criteri socio-economici) o potrebbe essere addirittura più specifica e abbracciare un approccio di "ciclo di vita" della popolazione. Tra i 35 paesi che hanno risposto al sondaggio dell'OCSE INFE³²⁹, la metà degli intervistati (52%) ha indicato che la loro strategia nazionale mira all'intera popolazione. Il 18% dei paesi. Le modalità di intervento più comuni sono programmi scolastici, molto efficaci per affrontare la copertura della maggior parte della popolazione appunto e la natura a lungo termine degli obiettivi perseguiti. Una minoranza all'interno del campione ha indicato che essi rispondono alle esigenze di alfabetizzazione finanziaria di specifici gruppi. L'importanza di distinguere tra gruppi bersaglio e identificare specifiche risorse dedicate a ciascuno di essi è facile da vedere.

In generale, la gamma dei programmi e degli strumenti di attuazione scelti dai paesi varia soprattutto a causa della quantità di fondi destinati. Anche per questo motivo sono molto diffuse pratiche che si legano a strumenti digitali, come la creazione di siti internet e piattaforme interattive. Molti sono poi i paesi che mettono in atto piani di *education* sul posto di lavoro (53%) e programmi riguardanti specificamente adulti (65%). La capacità di *effectiveness* di ogni programma viene validata tramite monitoraggi e valutazione dell'impatto sui consumatori, in modo da identificare le aree di miglioramento all'interno delle strategie stesse e verificare che le iniziative facciano buon uso delle risorse. Allorquando i risultati della valutazione possono essere generalizzati ad una ampia popolazione, diventa possibile prevedere l'impatto complessivo di un programma su scala nazionale e fissare di conseguenza obiettivi politici migliori.

Nonostante ciò, è innegabile che un numero crescente di paesi, emergenti o con sistemi finanziari più datati, scelga di affrontare i bisogni di cultura finanziaria della popolazione attraverso la progettazione e la realizzazione di strategia *ad hoc*, date anche le sfide come il coinvolgimento continuo degli *stakeholder*, la sostenibilità del finanziamento e la cooperazione istituzionale.

4.1.2 Cosa È Stato Fatto

³²⁹ Cfr. OECD/INFE, *Current Status of National Strategies For Financial Education*, OECD/INFE Comparative Analysis and Relevant Practices, Relazione 2012.

In Italia, seppur in ritardo e con numerose limitazioni, sono stati avviati, ad opera delle autorità di vigilanza, dell'industria bancaria e finanziaria e delle associazioni dei consumatori, programmi e campagne di educazione sui temi dell'economia e delle finanze, rivolte sia alla popolazione adulta sia ai giovani³³⁰. Per quanto concerne il settore privato, dal Consorzio interbancario PattiChiari (2003-2014, in collaborazione con The European House-Ambrosetti), che ha misurato il livello di cultura finanziaria degli italiani attraverso l'elaborazione di un apposito indicatore sintetico - l'ICF PattiChiari, l'ABI ha deciso di dare vita ad una Fondazione, la Feduf, appositamente dedicata alle tematiche in esame, erede del lavoro svolto in precedenza e nuova finestra di dialogo anche per i consumatori, col fine di curare programmi didattici e iniziative su tutto il territorio nazionale. Nonostante tutte le iniziative educative meritevoli che hanno poi avuto un seguito più o meno ampio, un'iniziativa a livello nazionale emerge con evidenza la difficoltà di individuare un modello educativo comune e condiviso³³¹.

Dal Consorzio PattiChiari, in particolare, si rileva che l'istruzione e la preparazione finanziaria, l'informazione, intesa come il processo attraverso il quale agli individui vengono forniti dati e informazioni specifiche di natura finanziaria e le scelte comportamentali, relative alla sfera dei comportamenti degli individui, entrano a pieno titolo tra le occupazioni di tutti coloro che sono coinvolti nel settore finanziario. Si sono viste fiorire analisi approfondite per identificare ad esempio le categorie sociali più rilevanti per l'attività educativa e indi misurare i progressi ottenuti. Secondo le direttrici conseguenti ai risultati, è stato possibile formulare alcune proposte di "*policy*" per favorire il miglioramento del livello di educazione finanziaria in Italia, come rinforzare gli strumenti di protezione del risparmio attualmente a disposizione dei risparmiatori dal lato pubblico e semplificare l'informazione fornita agli investitori, dal lato dell'industria bancaria.

È noto che l'Italia condivide e si ispira alla definizione di educazione finanziaria proposto dall'OCSE nel 2005, ma dagli ultimi sondaggi Banca d'Italia si evidenzia che il livello di alfabetizzazione finanziaria è ancora bassa. Le attività di educazione finanziaria sono andate gradualmente aumentando nel corso degli anni, grazie al contributo di istituzioni pubbliche e private. Praticamente tutte le istituzioni coinvolte hanno svolto programmi educativi di base che spiegano le competenze della loro attività istituzionale al consumatore. Banche, fondazioni, associazioni di categoria e consorzi, tutti hanno implementato un'attività educativa di qualche tipo.

Al momento i paesi della Commissione IOSCO denominata C8, di cui l'Italia è parte, hanno elaborato delle pratiche per l'*education* degli investitori e programmi di alfabetizzazione finanziaria. Per aiutare i membri nell'attuazione degli *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*³³², si sono individuate una serie di pratiche correnti, *practices* utili nella progettazione e nell'attuazione dei programmi, pur

³³⁰ Cfr. Trifilidis M., *L'Educazione Finanziaria: le Iniziative a Livello Internazionale*, in Consumatori, Diritti e Mercato, n. 2/2009, op. cit. p. 66.

³³¹ Vedasi il testo di Salcuni M., *L'Educazione Finanziaria e Ambiti di Applicazione: dagli Investimenti Consapevoli alla Mitigazione del Fenomeno di Esclusione Finanziaria*, in Le periferie dell'Educazione, Anno III, n. 2/2013.

³³² Cfr. International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation* (June 2010), online: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

riconoscendo che non esista un modello *one size fits all* di educazione finanziaria. In pratica si dovrebbe con un piano nazionale:

- 1) Concentrare l'educazione degli investitori e i programmi di alfabetizzazione finanziaria sul miglioramento delle conoscenze degli investitori al dettaglio e sulla promozione della comprensione di prodotti e servizi di investimento, per evitare le truffe.
- 2) Sviluppare programmi che soddisfino le esigenze degli investitori e sostengano le iniziative normative.
- 3) Sviluppare l'istruzione degli investitori per soddisfare le esigenze di un pubblico specifico. La letteratura dimostra infatti che i programmi di educazione sono più efficaci quando si basano su particolari segmenti a partire, per esempio, dall'età, dal profilo comportamentale o dal livello di conoscenza finanziaria³³³.
- 4) Considerare le intuizioni raccolte dalla ricerca nello sviluppo dei programmi di alfabetizzazione finanziaria. Idealmente, la progettazione e la realizzazione di qualunque progetto dovrebbe tenere conto delle conoscenze acquisite con la ricerca per esempio in economia comportamentale, per capire meglio i comportamenti decisionali.
- 5) Sviluppare l'istruzione degli investitori avendo la possibilità di risultati chiari e misurabili, e, se possibile, di una loro valutazione su base continuativa.
- 6) Collaborare con altre organizzazioni competenti per sviluppare e fornire educazione, al fine di ottimizzare le risorse limitate e sfruttare l'un l'altro i punti di forza delle diverse autorità di regolamentazione³³⁴.
- 7) Prendere in considerazione strategie e/o collaborazioni con altre organizzazioni nazionali per integrare o rafforzare l'educazione finanziaria e come pure la tutela del consumatore finanziario in generale³³⁵.
- 8) Promuovere la cooperazione internazionale, la condivisione di informazioni e il coordinamento in materia di educazione degli investitori e alfabetizzazione finanziaria, con forum per lo scambio di informazioni e di esperienze all'interno della IOSCO e con altre agenzie e organizzazioni.

Le autorità di vigilanza italiane ritengono l'educazione finanziaria un elemento importante delle loro responsabilità, anche se un governo nazionale e un quadro giuridico dedicati sono ancora mancanti. Il progressivo restringimento delle risorse assistenziali pubbliche e il lancio di sistemi pensionistici complementari e privati hanno contribuito a far trasferire le responsabilità finanziarie dallo Stato Sovrano a individui e famiglie, che richiedono quindi un rafforzamento delle capacità finanziarie. In questo contesto, una strategia nazionale unica sarebbe importante per aiutare a costruire un impegno a livello nazionale per

³³³ Si legga per esempio, International Organization of Securities Commissions, Technical Committee, *Principles on Point of Sale Disclosure* (Final Report, February 2011), online: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD343.pdf>.

³³⁴ Come è pratica dell'ASIC (Australian Securities and Investments Commission), tramite le *Community of Practice*.

³³⁵ Ancora una volta l'ASIC è molto attiva su questa linea. Cfr. e.g. ASIC's MoneySmart Teaching (<http://teaching.moneysmart.gov.au>) e OSC's InspireFinancialLearning.ca, online at: <http://www.inspirefinanciallearning.ca>.

aumentare l'educazione finanziaria dei cittadini. Per il momento, le autorità di vigilanza italiane, anche se su scala diversa, si impegnano in progetti distinti (vedasi *infra*).

In aggiunta, al momento è presente un progetto di legge³³⁶ che riconosce il ruolo dell'*investor education* come uno strumento importante per consentire ai consumatori di soddisfare le loro esigenze con adeguate risorse finanziarie. Esso prevede l'istituzione di un comitato specializzato per la progettazione e il coordinamento delle iniziative di educazione finanziaria a livello nazionale. Tale Comitato comprenderebbe il Ministero dell'Economia, il Ministero della Pubblica Istruzione, i rappresentanti delle autorità di vigilanza che si occupano di tutela dei consumatori nei vari settori del sistema finanziario, rappresentanti del mondo accademico e associazioni di consumatori, con la responsabilità di sviluppare una strategia nazionale nell'ambito di un quadro coerente. Il Comitato avrà il compito di coordinare le parti interessate pubbliche e private, promuovere iniziative e progetti di educazione finanziaria, valutarne periodicamente l'efficacia e elaborare ogni anno una relazione per il Parlamento sui progressi compiuti nell'attuazione.

L'attuale dibattito istituzionale ruota però soprattutto attorno all'identificazione delle fonti di finanziamento. Tutte le istituzioni che potrebbero beneficiare di cittadini più informati e finanziariamente più consapevoli, dovrebbero voler investire risorse in queste iniziative. Tra le alternative in esame, si stanno considerando:

- ⇒ Finanziamenti pubblici. Lo Stato (Governo) potrebbe sopportare una parte o tutti i costi. Questa opzione garantirebbe una stabile e notevole quantità di risorse nonché l'accesso a tutte le infrastrutture maggiori (ad esempio, le scuole) per veicolare programmi didattici.
- ⇒ Aiuti dal mercato europeo. L'educazione finanziaria dovrebbe essere in parte finanziata attraverso risorse sovranazionali (ad esempio e soprattutto dell'Unione Europea).
- ⇒ Sovvenzioni dalle imprese e dagli intermediari. Su base volontaria, gli operatori del mercato potrebbero internalizzare i benefici con ritorni reputazionali, ampliamento dei potenziali clienti e aumento delle competenze dei clienti. Tuttavia, il contributo del settore privato deve essere supervisionato e guidato e questo può comportare dei costi aggiuntivi per le istituzioni pubbliche, a meno che non si pensi ad una sorta di imposta pigouviana per le imprese, in genere difficile da calcolare.

In concomitanza con queste preoccupazioni, è partita la rilevazione sui programmi di educazione finanziaria, il primo vero passo per la definizione di una strategia nazionale. L'iniziativa, che riguarderà oltre cinquecento tra enti pubblici e privati, coordinata dalla Fondazione Rosselli, è resa possibile dalla collaborazione tra Banca d'Italia, CONSOB, IVASS, COVIP, Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio e Museo del Risparmio, d'intesa con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e con il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca. I risultati della rilevazione, la cui pubblicazione è prevista nei

³³⁶ Cfr. Dagli atti Parlamentari, Camera Dei Deputati N. 3127 — Proposta Di Legge d'iniziativa del deputato Galati Introduzione Dell'insegnamento Dell'educazione Finanziaria e al Risparmio nelle Scuole di ogni Ordine e Grado, Presentata il 19 maggio 2015.

prossimi mesi, saranno di indubbio supporto all'elaborazione di una "strategia nazionale" di alfabetizzazione finanziaria.

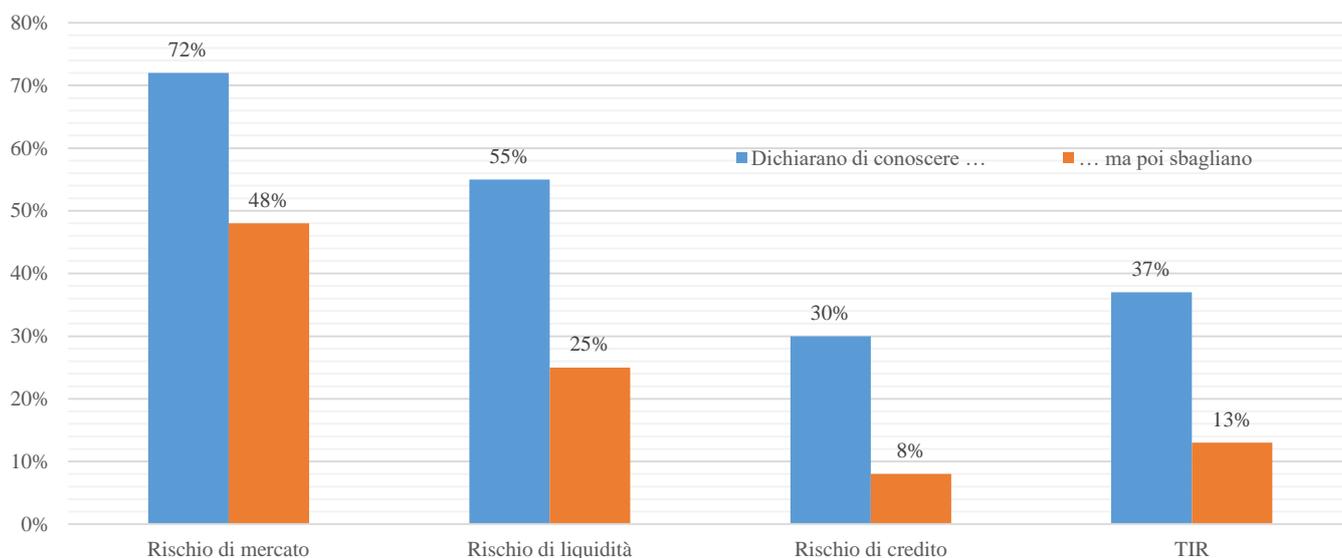
4.1.2.1 Il Profilo dell'Investitore Italiano

Un altro aspetto molto importante da prendere in considerazione è la natura degli investitori italiani. La CONSOB ha indagato profondamente la natura degli investitori italiani. È risultato molto importante in prima battuta identificare il profilo dell'investitore italiano con tutte le sue peculiarità. L'investitore medio italiano³³⁷:

- Ritiene di aver capacità finanziarie superiori alla media (80%). Cfr. Figura 4.2 per quei concetti considerati più significative di *literacy* economica. Dalla stessa indagine risulta che ben il 18% degli investitori non conosce alcun tipo di strumento finanziario e che solo il 5% considera i prodotti derivati rischiosi.
- Mostra limitate conoscenze finanziarie di base;
- È talvolta *overconfident* (Cfr. cap. 3);
- È molto avverso alle perdite (72%);
- È talvolta esposto ad errori di valutazione che possono distorcere la percezione del rischio anche quando presenta un livello elevato di istruzione e conoscenze finanziarie;
- Investe se ha fiducia;
- Cerca il consiglio:
 - o Di familiari e amici quando ha conoscenze finanziarie contenute;
 - o Del consulente soprattutto se donna, di età compresa tra i 45 e i 64 anni;
- È per il 32% in pensione, per il 47% è un lavoratore dipendente, mentre i lavoratori autonomi costituiscono circa il 12%; la percentuale di individui inclusi in altre categorie (disoccupati, imprenditori, etc.) oscilla tra il 3% e il 7%;
- Ha una scarsa capacità di orientamento nel percorso di investimento;
- Ha un'età media di 51 anni;
- È residente per il 48% al nord, per il 21% circa al centro e per il restante 31% al sud e nelle isole;
- Per il 75% sono uomini;
- Per il 15% risulta in possesso di titoli di laurea o *post-lauream*.
- È spinto ad investire soprattutto per la fiducia che ripone nell'intermediario (56%) e ricevere un capitale minimo garantito (52%).

Figura 4.2 – Divario tra auto-valutazione e conoscenza effettiva

³³⁷ Cfr. sull'argomento CONSOB, *Report on Financial Investments of Italian Households. Behavioural Attitudes and Approaches*, Rapporto 2015, che ha condotto un'indagine campionaria molto dettagliata. Le percentuali si riferiscono al campione di investitori esaminato.



Fonte: elaborazione personale da CONSOB e Università delle Marche.

Nel corso del 2014, è stato registrato un forte cambiamento strutturale della percentuale di coloro che si dichiarano interessati agli argomenti di informazione economica e analisi finanziaria. Nel 2007 infatti, la quota era del 45%; oggi si sfiora il 60%³³⁸. I risparmiatori sono desiderosi di conoscenze nei settori in cui si sentono coinvolti, “auscultando” l’economia. In tutte le categorie di consumatori è aumentato lo sforzo per saperne di più. E le banche mantengono il loro ruolo *pivot* nella vita economica e finanziaria delle famiglie italiane, offrendo risposte speculari all’evoluzione dei loro bisogni.

4.1.3 Cosa Resta Fare

Si può però ancora fare qualcosa, se resta sempre valido che l’*investor education* è un fattore importante e di competitività delle politiche nazionali, da considerarsi come un *life skill* imprescindibile. Come tale, può sostenere gli individui che accedono per la prima volta ai mercati finanziari, aiutandoli a scegliere tra diverse opzioni e gestire i prodotti in modo efficace. Può anche incoraggiare le persone a scegliere prodotti appropriati e pianificare il proprio futuro. I decisori istituzionali possono agire “dal lato dell’offerta” e incoraggiare la fornitura di prodotti a fianco della “domanda”, combinando l’*education* con misure strutturali di regolamentazione. Un numero crescente di governi (più di cinquanta in tutto il mondo) ha cominciato a sviluppare strategie nazionali dedicate all’educazione finanziaria, per fornire una soluzione adeguata ai bisogni di alfabetizzazione di adulti e giovani.

³³⁸ Cfr. i dati di Russo G., *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani: Famiglie e Imprenditori, Ripresa in Arrivo*, 2014.

Date le peculiarità nazionali è utile pensare all'adozione di un modello di coordinamento "misto", che tenga conto sia dei risultati delle migliori esperienze europee che delle specificità italiane. Esso dovrebbe prevedere³³⁹:

1. Una cabina di regia nazionale (denominabile Comitato) composta per il lato domanda e offerta da:
 - a. Rappresentanti dei Ministeri interessati;
 - b. Rappresentanti della Conferenza delle Regioni;
 - c. Rappresentanti delle associazioni dei consumatori;
 - d. Rappresentanti del mondo accademico esperti nella formazione economico-finanziaria;
 - e. Esperti accreditati presso la Commissione europea e/o il Parlamento europeo e presso l'OCSE;
 - f. Rappresentanti di Banca d'Italia, IVASS, ABI, ANIA, CONSOB, COVIP, AGCM;
 - g. Rappresentanti degli enti accreditati per la formazione degli adulti e presso il MIUR;
 - h. Rappresentanti del sistema delle Fondazioni bancarie;
 - i. Rappresentanti dei gestori di sistemi di informazioni creditizie, delle società di gestione del risparmio e dei promotori finanziari oltre ad altri eventuali soggetti vocati alla formazione economico-finanziaria, in particolare rappresentanti degli insegnanti e dei formatori;
2. Comitati regionali di coordinamento, composti dai rappresentanti in sede regionale dei soggetti sopraindicati, con il compito di coordinare le iniziative in sede locale e realizzare sinergie tra attori pubblici, sociali e operatori economici;
3. Creazione di un sito internet e di un linea telefonica dedicati al pubblico, con compiti di informazione, diffusione di notizie, consulenza, scambio di esperienze tra consumatori; ancora, programmi televisivi, rubriche giornalistiche o altro, per sfruttare tutti i momenti di divulgazione;
4. Creazione di una piattaforma di *Knowledge Management*, dedicata ai formatori, per scambio di informazioni, esperienze e materiali didattici, *best practices*, momenti di formazione e aggiornamento professionale dei formatori, collegamenti con le esperienze e innovazioni internazionali in materia di formazione economico-finanziaria;
5. Creazione di una Patente EcoFin, certificativa di conoscenze economico-finanziarie (in analogia con le certificazioni di conoscenze informatiche e linguistiche, già diffuse nelle scuole secondarie), strutturata su più livelli.

In aggiunta, manca ancora di innalzare il livello di auto-tutela generale dei risparmiatori e migliorare l'efficienza delle vigilanza, acquisendo elementi informativi tempestivi circa i concreti "comportamenti"

³³⁹ Cfr. il lavoro di Calliano, faro per il lavoro che ancora resta da fare. Calliano O. M., *La Formazione Economico-Finanziaria come Strumento di Sviluppo dei Diritti dei Consumatori Europei e di Vantaggio Competitivo delle Imprese Consumer-Oriented. Il Quadro Istituzionale e Organizzativo nelle Principali Esperienze Europee*, (con la collaborazione di) C. Baretini e C. Poncibò, CEDIC, 2011; cit in Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione "Consumatori e Mercati" Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015, op. cit. p. 12-13.

tenuti dagli operatori sul mercato italiano, così come percepiti dai risparmiatori, dato il valore sociale ed economico dell'*investor education*, di cui si beneficerà prevalentemente a lungo termine (cfr. Tabella 4.1).

Tabella 4.1 – Effetti nel tempo dell'*investor education*

Breve Periodo	Medio Periodo	Lungo Periodo
<ul style="list-style-type: none"> • Attitudini • Conoscenze • Consapevolezza 	<ul style="list-style-type: none"> • Sagge decisioni finanziarie • Gestione efficace delle proprie finanze • Migliore pianificazione dei flussi finanziari • Capacità di identificare tempestivamente situazioni di difficoltà 	<ul style="list-style-type: none"> • Mercati più efficienti • Riduzione della <i>financial exclusion</i> • Riduzione dei problemi familiari e di salute derivanti da crisi finanziarie • Minori controversie banca-cliente • Riduzione delle insolvenze • Minori oneri per i contribuenti (e.g. sussidi)

Fonte: Elaborazione personale da Chionsini e Trifilidis (2010).

4.2 Case Study: Istituzioni e Industry

Nella datata ipotesi di razionalità degli investitori, i presidi a tutela della trasparenza e della concorrenza sono sufficienti ed efficaci. Tuttavia, le numerose evidenze empiriche evidenziano che la clientela retail necessita di qualche passaggio in più da parte del *policy-makers* che, date evoluzione del mercato finanziario e complessità dei meccanismi comportamentali. Che si tratti di *norm manipulation* o di *libertarian paternalism* (Cass, Thaler, 2003; Thaler, Bernartzi, 2004), i responsabili delle politiche economiche sono incentivati ad agire sul lato dell'offerta come della domanda di beni e servizi di investimento. Poi, in merito alla validità di questo nesso causale conoscenze-competenze-comportamenti dell'educazione finanziaria si avrà modo di condurre approfondimenti; ora si vuole soprattutto guardare alla messa in atto delle strategie relative, con annessi costi e benefici.

Si è inteso allora auscultare la viva voce dei decisori preposti. In particolare, per l'elaborazione del seguente paragrafo si è deciso di condurre delle interviste strutturate presso le entità più significativamente collegate con programmi di *investor education* in Italia. Il questionario somministrato di volta in volta è disponibile in Appendice (vedasi Appendice 1, come traccia utilizzata per guidare l'intervista). Di seguito si riporta quindi in prima battuta un'analisi delle istituzioni coinvolte e di seguito l'esito del colloquio. Il confronto è stato condotto tra componente pubblica, con la voce del Dott. Giuseppe d'Agostino, Vice Direttore Generale CONSOB, della Dott.ssa Nadia Linciano, Responsabile dell'Ufficio Studi Economici CONSOB e della Dott.ssa Magda Bianco, Titolare del Servizio Tutela dei Clienti e Antiriciclaggio di Banca d'Italia e settore privato con la rappresentanza di Dott.ssa Valentina Panna, *Communication Manager* presso la Fondazione per

l'Educazione Finanziaria e al Risparmio, presso l'ABI. L'obiettivo è capire quali sono gli *step* da compiere per elaborare e diffondere una strategia nazionale di educazione finanziaria strutturata e capillare.

4.2.1 La CONSOB, la Banca d'Italia e la Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio

La **CONSOB** nell'espletamento delle funzioni di protezione del pubblico risparmio, attribuite dal legislatore, ha riconosciuto l'importanza dell'*investor education*, importanza ancora più evidente in relazione all'emergere dell'ingegneria finanziaria che ha comportato l'offerta di prodotti sempre più complessi agli investitori. L'efficacia di un'iniziativa di *investor education* presuppone l'esistenza di un soggetto che sia deputato istituzionalmente al contatto col pubblico dei risparmiatori. Questo è il ruolo della divisione Relazioni Esterne, che attraverso mail, telefonate, reclami ed esposti distilla le informazioni che provengono dai risparmiatori. Da un lato seleziona segnali utili per finalità di vigilanza che vengono trasmessi alle diverse divisioni operative che controllano l'operatività degli intermediari, il funzionamento dei mercati e l'attività degli emittenti, dall'altro individua i fabbisogni formativi del pubblico che vengono utilizzati per decidere quali iniziative di *investor education* portare avanti.

L'*investor education* si muove fondamentalmente lungo tre direttrici: il perché, le finalità che si intendono perseguire e le modalità attraverso le quali raggiungerle. Il perché è fondamentalmente connesso alla crescente complessità dei mercati finanziari, alla loro crescente globalizzazione e alla rapidità dei mezzi di comunicazione. Si pensi ad esempio agli strumenti digitali che hanno generato un sovraccarico di informazioni, di modalità e di forme di sollecitazione nei riguardi dei risparmiatori, i quali, probabilmente, si muovono nei riguardi di questi nuovi prodotti e forme di sollecitazione con un'agilità minore rispetto al passato. Rileva inoltre la presenza di intermediari che da un lato sviluppano nuovi prodotti e dall'altro spiegano autonomamente agli investitori come operare. La finalità principale invece è quella di incrementare l'autotutela dell'investitore, la sua autonoma capacità di muoversi e di scegliere fra prodotti finanziari diversi e sempre più complessi; questo vuol dire aumentare la conoscenza da parte dell'investitore dei profili di rischio-rendimento e quindi delle caratteristiche intrinseche, "genetiche" e strutturali di questi prodotti. Le modalità attraverso le quali la CONSOB persegue le finalità illustrate si sostanziano in una serie di iniziative generiche con l'obiettivo di innalzare il livello di cultura di base in materia finanziaria e iniziative mirate che invece affrontano specifici temi. Gli strumenti sono in parte comuni: il bollettino, il sito *web*, la pubblicazione di provvedimenti di vigilanza, nonché la redazione di *brochure* che espongono temi complessi relativi al funzionamento del sistema finanziario con una terminologia il più possibile semplice e comunicativa; infine la redazione di quaderni di finanza per quegli investitori che vogliono approfondire determinati temi e pertanto non si accontentano di un livello di conoscenza di base.

L'investitore ieri si trovava davanti a prodotti finanziari con caratteristiche di rischio-rendimento facilmente comprensibili. In particolare in questa rappresentazione figurata l'investitore che intendeva comprendere le caratteristiche di rischio dei prodotti non doveva fare altro che aprire le diverse porte che

identificavano questi prodotti; questo avveniva attraverso una relazione semplice: maggiore era il rischio maggiore era il rendimento. Era pertanto facile comprendere le caratteristiche dei prodotti e quindi l'apertura di queste porte che identificano i profili di rischio-rendimento. Tuttavia oggi ci troviamo davanti a prodotti le cui caratteristiche non sono così trasparenti e l'apertura delle relative porte non è altrettanto semplice. In particolare l'investitore non riesce ad aprire le porte che rappresentano i profili di rischio-rendimento di questi prodotti che non risultano facilmente comprensibili in quanto poco trasparenti. Il cambiamento è stato dettato dalla nascita dell'ingegneria finanziaria. L'ingegneria finanziaria rende diversi i prodotti elementari assemblandoli fra loro e generando prodotti complessi. Il problema è che l'assemblaggio non conserva assolutamente i profili di rischio-rendimento originari e pertanto partendo da alcuni prodotti con certe rischiosità e certi rendimenti attesi si può arrivare a prodotti che hanno caratteristiche completamente diverse. Allo scopo di migliorare l'informazione verso i prodotti finanziari e rendere gli investitori maggiormente consapevoli dei relativi profili caratterizzanti ogni prodotto, la CONSOB ha deciso di dedicare parte della propria attività allo sviluppo di iniziative di *investor education*.

Come noto, la tutela dell'investitore in generale è assegnata alla CONSOB; quella di chi acquista prodotti assicurativi all'IVASS e alla Banca d'Italia spetta invece la vigilanza sulla trasparenza delle condizioni contrattuali di depositi, prestiti e strumenti di pagamento. La **Banca d'Italia** considera l'educazione finanziaria come parte delle sue responsabilità nel contesto più ampio di assicurare la stabilità finanziaria e la tutela dei consumatori. Un sistema di protezione dei consumatori include assicurare la concorrenza, la regolamentazione della trasparenza, la risoluzione delle controversie e, ovviamente, l'educazione finanziaria. Senza una corretta educazione finanziaria, anche buone regole di trasparenza non possono garantire una protezione efficace dei consumatori, poiché integra l'azione di vigilanza delle autorità.

Anche l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (**IVASS**), considera l'educazione economica dell'assicurato come un'attività rilevante e importante del suo mandato. Nonostante gli sforzi fatti per garantire documenti precontrattuali e contrattuali chiari, in alcuni casi parametri della copertura forniti dalle polizze di assicurazione non possono essere facilmente compresi da non professionisti, condizioni frequenti dei clienti. Parimenti, La Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (**COVIP**) ha condotto negli ultimi anni indagini per verificare la conoscenza e la consapevolezza delle questioni inerenti la pensione tra i lavoratori italiani. I risultati mostrano che questi sono consapevoli dei vantaggi derivanti dalla pensione, tuttavia è scarsa la conoscenza del sistema pensionistico pubblico, delle recenti riforme e, in generale, degli effetti a lungo termine di essa. La COVIP ha anche preso parte a diverse iniziative volte ad informare gli studenti circa la pianificazione finanziaria.

La Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio (**Feduf**) è da ultimo l'entità, costituita dall'Associazione Bancaria Italiana promuove l'educazione finanziaria e la cittadinanza economica attraverso la creazione di contenuti originali, la realizzazione di strumenti innovativi, l'organizzazione di eventi e lo sviluppo di collaborazioni con le Istituzioni e il territorio. Essa si prefigge l'obiettivo di progettare e realizzare, dei contenuti didattici per giovani, adulti, pensionati ed imprese, e strumenti innovativi per la diffusione dei

concetti su larga scala (laboratori didattici, spettacoli teatrali, multimediali, video, giochi, ecc.). Attraverso cooperazioni nazionali ed internazionali, finanziarie e non, sviluppa e gestisce un *database* di nominativi ed iniziative educative capace di unire localmente la domanda di educazione finanziaria con l'offerta di iniziative da parte dei Partecipanti. Si occupa inoltre di disegnare eventi dedicati a studenti, insegnanti, adulti e imprese.

4.2.1.1 Opinioni a Confronto

In merito al primo gruppo di domande, inerenti alle ruolo svolto dall'istituzione rappresentata e alla *mission* che essa si propone, il Dott. D'Agostino ha sottolineato alcuni aspetti della natura della CONSOB e della dinamica regolatoria in uso a tutela del consumatore. In particolare nel tradizionale approccio di vigilanza vi sono:

1. Il quadro regolamentare UE, oltre le linee guida molto stratificate delle autorità europee il quadro nazionale;
2. L'applicazione ai soggetti destinatari delle regole;
3. La fase di sorveglianza da parte delle autorità competenti, attraverso sanzioni pecuniarie o anche forme di *enforcement*.

Questo è il paradigma generale da cui si parte una volta presa coscienza delle asimmetrie informative, della non osservabilità dei comportamenti degli intermediari e di altri elementi di opacità. Tuttavia, si è capito che questo sistema da solo non è sufficiente, anzi induce fisiologicamente ad un'inflazione delle regolamentazioni al verificarsi di mutamento repentini, fermo restando dei limiti quali le difficoltà di applicazione di norme così poderose e complesse nel tempo e l'assorbimento della normativa presso gli intermediari.

Invece con la Dott.ssa Bianco, si sono enucleate dapprima le quattro fondamentali divisioni di cui è titolare e coordinatore, in funzione tutelativa anche per i consumatori di servizi e prodotti finanziari: l'antiriciclaggio, la verifica di trasparenza sulle banche, l'arbitro bancario finanziario e, *last but not least*, l'educazione finanziaria. Quest'ultima divisione comprende la gestione degli esposti, dei reclami della clientela e l'analisi di strategie di *investor education* essenzialmente nelle scuole, al fine di costruire dei percorsi di alfabetizzazione mirati.

Una visione analoga a quella di Banca d'Italia è in capo alla Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio (Feduf), inglobata nell'Associazione Bancaria Italiana (ABI), la cui referente per il seguente elaborato è stata la Dott.ssa Panna. La Fondazione nasce nel novembre del 2014 e raccoglie tutta l'eredità di PattiChiari. La *mission* della fondazione è di fare da connettore tra CONSOB, Banca d'Italia e guardia di finanza, per l'educazione finanziaria sul grande pubblico di studenti e adulti, con programmi didattici studiati. Il fine ultimo non è creare dei tecnici dell'economia ma sensibilizzare il cittadino sin da piccolo all'uso responsabile del denaro, visto come competenza di cittadinanza, al pari dell'educazione sessuale e stradale.

L'educazione al risparmio deve essere una competenza base dell'individuo, per questo la Feduf usa un approccio vicino alla psicologia e alla sociologia. L'idea prevalente quindi è mettere in comune tutte le conoscenze in termini di progetti e dati sull'educazione finanziaria, con un approccio inclusivo e non esclusivo. Secondo questo modello di lavoro, si sviluppano tanti e differenti strumenti nella maniera più semplice possibile per stimolare la curiosità dei discenti.

Sulle motivazioni della mancanza di un piano nazionale o più in generale di una strategia di educazione finanziaria, il Dott. D'Agostino afferma che si è pensato soprattutto a strumenti di tutela secondo un approccio tradizionale di regole e controlli. Questa perlomeno è l'impostazione finora adottata in Italia e anche in Europa. Tuttavia si sta cominciando a colmare *gap* di diversa natura, quali *gap* conoscitivi, comportamentali e cognitivi, tramite nuove strumentazioni, ma soprattutto un nuovo punto di vista che privilegi il ruolo del cliente.

Su questo aspetto è d'uopo un distinguo. L'autotutela è un'espressione molto vasta, che non considera opportunamente tutte le variabili in gioco e spesso sfocia nella totale autonomia e *self protection* degli utenti. In realtà la si dovrebbe intendere, secondo le parole di D'Agostino, come una via mediana: si deve avere consapevolezza dei propri limiti, ma anche comprendere qual è il protocollo di comportamento che ci si deve attendere da un interlocutore professionista. A questi si richiede di capire i bisogni del cliente e il suo grado di vischiosità ad agire, affinché vi sia coerenza fra le caratteristiche del prodotto e le scelte di investimento e delle caratteristiche del cliente, a prescindere dalla scelta del cliente. Questo concetto è molto importante perché giustifica l'interlocuzione con l'intermediario sulla base dello scambio informativo. L'autotutela difatti si distingue nettamente dall'adeguatezza che mira a capire cosa veramente serve al cliente. È necessario evitare questa sorta di dogma per *l'investor education*. Essa serve all'autotutela nella logica di scelte totalmente autonome e indipendenti.

Ad ogni modo, la Dott.ssa Linciano attesta che il primo passo per lo sviluppo di una strategia nazionale è comprendere quali sono i bisogni formativi dei consumatori. E' chiaro poi, afferma, che le emergenze più gravi si palesano sempre nel campo delle scelte di investimento. Ad oggi sono presenti tante iniziative valide in corso, ciascuno per la propria area di competenza. Il passaggio successivo è il comprendere innanzitutto le competenze da fare acquisire al cittadino italiano. Sono competenze trasversali che investono tutte le aree delle scelte economiche e che devono portare da un sapere generico ad un'azione specifica. Sostrato a tutto sono forme di coordinamento tra i soggetti istituzionale e *private* come pure tra intermediario-cliente, evitando una eccessiva frammentazione delle iniziative di *low regulation*, come un'unica Autorità unica (vedasi *infra* Guiso e Zingales). Difatti, come anche Giuseppe D'Agostino sottolinea, tante norme e tanti soggetti implicano anche difficoltà di applicazione e di verifica. Se si vuole rendere il sistema immune quandanche resiliente agli *shock* di sistema, è necessario pensare alla regolazione in materia di *investor education* diversamente e uscire dalla vaghezza della *policy* esistente.

Secondo l'opinione di Magda Bianco, noi non siamo riusciti a costruire una strategia nazionale a causa della frammentarietà delle iniziative, prive di un coordinamento più forte e di un *endorsement* di più alto livello, specie in tempi di *spending review*. Un altro punto critico è la validità della definizione OCSE, una definizione ancora valida per il 90%³⁴⁰ delle istituzioni che operano nel settore poiché lavora, sulla cittadinanza economica, sui comportamenti responsabili, sulla capacità di fare scelte di breve e lungo periodo. Essa tuttavia, non ha più il sostegno per così dire degli utenti, orientati ad usare quella definizione in modo più funzionale, in una logica di competenze, conoscenze e *skills*.

Difatti una strategia nazionale per l'educazione finanziaria in Italia è assente. Nei paesi anglosassoni sono stati avviati dei progetti anche *pre-crisi* e con un vigore diverso da quello vigente in Italia. Secondo il parere della Dott.ssa Panna, il punto di forza del legislatore italiano è sempre stata la valorizzazione del nostro patrimonio storico-culturale nei programmi didattici delle scuole. La scuola non è potuta diventare il volano dell'educazione finanziaria poiché, pur non mancando volontà e risorse, si è dilazionato il momento della presa di coscienza della sua necessità.

Dal Consorzio PattiChiari, partito per migliorare i rapporti fra clientela e banche, è infine nato lo *spin-off* della Fondazione al fine di instillare un minimo maggiore competenza in materia economico-finanziaria e permettere, con le parole di Valentina Panna un rapporto *win-win* banca-cliente, costruendo al contempo dei ponti tra i soggetti interessati.

L'eco maggiore di qualunque iniziativa di educazione finanziaria deve essere ovviamente col "grande pubblico". Sono presenti iniziative, da parte di tutt'e tre i soggetti presi in considerazione, con le associazioni dei consumatori. Tuttavia, come ha precisato il Dott. D'Agostino, è un canale problematico da raggiungere, per le infinite sfumature che dovrebbero ricoprire dei progetti molto capillarizzati: dai giovani agli anziani, dai meno edotti ai più esperti e dai più amanti del rischio ai soggetti completamente avversi. Il *target* più facile da raggiungere è risultato essere la scuola primaria e secondaria, ma anche come sistema più generale. È qui che si concentrano gran parte delle risorse pubbliche e private in gioco.

Secondo Giuseppe D'Agostino, formare degli agenti, propriamente attivi sui mercati, abbasserebbe i costi e gli sforzi della regolamentazione e probabilmente della supervisione. Sicuramente in alcun modo l'*investor education* vuole essere uno strumento per generare nel singolo cittadino le competenze di un operatore professionale, invero non si vuole incentivare il "fai da te", ma piuttosto un modo per disincentivare l'idea che da un lato l'autosufficienza è rischiosa e dall'altro che l'operatore professionale sia un *super alter ego* infarcito di conoscenze finanziarie. L'educazione finanziaria dovrebbe essere percepita come una sorta di vaccino, per immunizzare coloro che desiderano gestire il proprio risparmio.

La mancanza di una strategia nazionale e al contrario la presenza di iniziative frammentate sul territorio non aiuta però l'investitore ad autotutelarsi. Tutte le istituzioni di regolazione finanziaria, quali CONSOB,

³⁴⁰ Cfr. Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione "Consumatori e Mercati" Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

Banca d'Italia, IVASS, COVIP e altri soggetti come Feduf, Fondazione Rosselli e Museo del Risparmio di Torino, sono direttamente coinvolte ma non ben coordinate tra loro nello sviluppo di progetti e iniziative. Negli ultimi mesi il Servizio Tutela dei Clienti e Antiriciclaggio ha realizzato una mappatura delle iniziative sul territorio per capire appunto quante siano e quanto sono frammentate. Ad esempio, tutte le iniziative con le scuole sono nate con dei protocolli con il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca (MIUR), finora unico *trait d'union* formale ma non direttamente coinvolto, almeno in questo ambito. A tal proposito, è da considerare anche che molto è delegato all'iniziativa delle scuole medesime, che scelgono quali tra tutti i possibili programmi far adottare alle proprie classi.

Non esistono inoltre programmi esclusivamente e precipuamente dedicati agli adulti. La motivazione principale secondo la Dott.ssa Bianco è insita nella natura stessa degli adulti finanziariamente diseducati. Questi tenderanno a fuggire qualunque tentativo educativo o di indottrinamento alla cultura finanziaria e cercheranno l'ausilio di figure preposte alla loro tutela solo "nel momento del bisogno". L'unico strumento per ora in mano ad un adulto che decide di investire, quindi prima della fase di investimento, è la ricerca di informazioni e materiale sui siti istituzionali delle *Authority* prima richiamate, ognuno con un taglio documentativo differente e non sempre di facile fruizione, che vanno da guide illustrative sui tipi di prodotti piuttosto che sulla condotta da tenere con l'intermediario al documento contenente le leggi in materia di trasparenza. Si ritiene ancora troppo spesso di poter delegare l'intermediario ad un ruolo educativo ed informativo forse eccessivo per i rischi che si troverebbe ad assumere, dovendo anche curare l'aspetto comportamentale suo e del risparmiatore.

L'ideale, come precisa Magda Bianco, sarebbe che tutti i soggetti insieme individuino obiettivi ragionevoli in programmi comuni per studenti e adulti da raggiungere, partendo dal basso livello di *investor education* di oggi ma valorizzando il lavoro esistente.

Tra le alternative si paventa anche la possibilità di un portale nazionale unico, in cui siano presenti tutti gli elementi di educazione finanziaria ma senza un timbro istituzionale. Zingales e Guiso³⁴¹, per garantire al risparmiatore trasparenza e comprensibilità, precisano che ci potrebbe essere bisogno di un Autorità preposta dal legislatore appositamente per questi motivi, in quanto CONSOB e Banca d'Italia non possono occuparsi esclusivamente di tutela degli investitori. Questa tesi, non nuova agli autori, vede la necessità di una nuova istituzione dedicata unicamente alla difesa dei risparmiatori, come nel mondo statunitense con il *Consumer Financial Protection Bureau* - CFPB. Probabilmente è vero infatti che l'avere un singolo obiettivo rende un'istituzione più efficace, quindi più facile da gestire e più politicamente responsabile.

Tornando ai progetti, per la scuola presso Banca d'Italia la maggior parte di essi sono iniziati nel 2007-2008, ma non è ancora semplice verificarne gli effetti a causa dei costi di monitoraggio statistico ed econometrico così a lungo termine e poiché ancora tutte le attività in essere sono circoscritte ad un numero abbastanza limitato di scuole e quindi di studenti coinvolti, prevalentemente per il fatto che l'adesione è su

³⁴¹ Cfr. Guiso L. e Zingales L., *Perché è Necessaria Un'agenzia a Difesa dei Risparmiatori*, Il Sole 24 Ore, 2016.

base volontaria del dirigente scolastico e dei singoli docenti. Per quanto concerne altri tipi di intervento per forme di *empowerment* individuale sul tema, alla domanda se si debbano preferire forme di autotutela o dirigismo, Magda Bianco asserisce che bisogna declinare in parte entrambi i concetti perché un programma in Italia sia veramente efficace, cercando di inserire anche l'interesse dell'industria di settore su questi temi. Del resto, da più parti³⁴² si è evidenziato che l'educazione finanziaria non è la soluzione: essa è molto importante e agevola il processo decisionale, ma necessita di molti elementi suppletivi, come *in primis* strumenti diagnostici di *bias* e euristiche. A tal proposito, la maggior parte dei soggetti preposti alla tutela del cliente si scontra con i limiti cognitivi dei soggetti. Per l'elaborazione di un piano nazionale, evidenzia la Dott.ssa Bianco, si dovrà pensare all'ausilio di figure quali pedagoghi, andragogi, psicologi cognitivi o più in generale esperti di comunicazione. Sul piano nazionale, infatti manca una mappatura abbastanza solida dei livelli di competenza e conoscenza, *via* distorsioni.

Anche la Feduf, promotrice di molti eventi di educazione finanziaria come l'Economix nelle diverse edizioni regionali, è molto attiva con programmi interessanti per individui di ogni età, da strumenti per l'economia sostenibile all'EXPO 2015 alla Buona Scuola. La Dott.ssa Panna annuncia inoltre la creazione di un portale *online* (previsto per marzo 2016) divulgativo e comprensivo di tutto il materiale inerente all'educazione finanziaria, con delle sezioni interattive e coinvolgenti; un portale in partica che accoglie l'idea sopramenzionata di un portale unico. L'idea è di lavorare tanto sull'educazione dei (futuri) adulti, realizzando pacchetti didattici, con dei *tutor* quali le banche che aderiscono e che coprono il territorio e organizzando eventi che si focalizzano su argomenti particolari della finanza comportamentale

In merito alla recenti vicissitudine degli intermediari in Italia, bisognerebbe pensare al ruolo delle Autorità Vigilanti e al carico di obblighi e oneri in capo all'intermediario, dalla banca in generale ai consulenti per gli investimenti finanziari (vedasi Capitoli 1 e 3). È utile anche un parallelismo fra l'ignoranza finanziaria degli investitori e la diseducazione finanziaria che riguarda le figure professionali che propongono prodotti e servizi di investimento. Come precisato dalla Dott.ssa Bianco, il legislatore impone e Banca d'Italia prevede la formazione di un sistema di reti. Si prova in questo senso a operare delle verifiche, attraverso diversi strumenti, *in primis* piani ispettivi, invero ispezioni presso gli intermediari medesimi, sia "generalisti" sia cosiddette "sportellari", che verificano il comportamento col cliente allo "sportello". La chiave di volta è costituita dalla percezione della relazione con il cliente. Essa deve essere oramai percepita come una variabile competitiva e non più, a causa delle regole sulla correttezza e sulla trasparenza, come una forma onerosa di gestione della *compliance*, da annoverare tra le poste rischiose. Banca d'Italia si impegna a cambiare questo approccio e rendere fisiologica la valorizzazione della *customer satisfaction*³⁴³. Difatti, il modo stesso in cui è stata scritta la linea del piano strategico in Banca d'Italia vuole trasformare l'approccio al mondo della tutela da un

³⁴² Cfr. su tutti gli studi di Campbell J., *Household Finance*, Journal of Finance, v. 61, 2006.

³⁴³ Cfr. anche sull'argomento CONSOB, *Report on Financial Investments of Italian Households. Behavioural Attitudes and Approaches*, Rapporto 2015, che evidenzia appunto come l'attenzione al cliente da parte della consulenza finanziaria stia diventando più importante del risultato stesso.

approccio *ex-post* a un approccio *ex-ante*, di indirizzi e *best practices*. Sul fronte dell'educazione finanziaria quanto descritto sta facendo da catalizzatore sullo sviluppo di un percorso di *investor e financial education*. A livello di educazione per gli adulti con effetti a medio-lungo periodo, in particolare, gli intermediari dovrebbero da un lato pensare di aggredire la mancanza di conoscenze e dall'altro concentrarsi su elementi di attualità, normativa (è il caso del *bail in*) o tecnologica.

4.2.2 La Sitografia per l'Educazione Finanziaria

Una componente molto importante oggi più che mai di qualunque programma educativo è l'interfaccia digitale e *online*: ovvero i siti *web*. Dall'indagine condotta preventivamente dalla CONSOB³⁴⁴, è risultato che i siti italiani di riferimento sono settorializzati e differenti sotto il profilo contenutistico e di accessibilità alle informazioni. È stata cruciale quindi l'implementazione di un portale con diverse finestre e menù tra cui scegliere. In particolare, si è pensato a dei percorsi di investimento consapevole, con spiegazioni sui mercati finanziari e sui principali prodotti finanziari, tramite ad esempio un raccolta di *utilities* e giochi didattici/interattivi, calcolatori e simulatori, piuttosto che approfondimenti tematici. Un'idea potrebbe anche essere pensare ad un portale unico di educazione finanziaria in cui ogni attore in base al settore, possa riversare i suoi contenuti. Ad ogni modo, vale che le autorità di vigilanza italiane svolgono iniziative per il grande pubblico attraverso i loro siti *web*.

Per lo sviluppo dell'area tematica di *Investor Education* nel proprio sito, la CONSOB ha individuato il contenuto informativo di base da trasmettere ai fruitori del sito stesso, basandosi sulle *best practices* dei principali paesi anglosassoni (Regno Unito, USA e Australia). In nuovo sito ha un'interfaccia più chiara e strumenti facilmente fruibili da chiunque. È ricco di menù, come Guida all'investimento e la sezione Risorse e Giochi, pensati per conoscere interattivamente e capire meglio i prodotti finanziari e orientarsi al meglio nelle scelte sul mercato.

Per quanto riguarda le informazioni fornite al pubblico, invece il sito della Banca d'Italia non ha una sezione propriamente dedicata all'educazione finanziaria per coloro che, come i risparmiatori e gli utenti dei servizi bancari, desiderano migliorare la loro finanziaria. Sono però fornite informazioni sulle principali questioni bancarie. Esiste infatti una sezione "Conoscere per decidere che si rivolge ai cittadini interessati a sviluppare le loro conoscenze in campo economico e finanziario e a tutti coloro che, come risparmiatori e fruitori di servizi bancari, vogliono coltivare la propria cultura finanziaria. Ci sono informazioni su conti correnti, mutui ipotecari, inflazione e stabilità dei prezzi, credito al consumo, carte di pagamento e anche un glossario finanziario di base. Nel sito *web* i consumatori possono anche trovare notizie, leggere di eventi importanti, e trovare un link ai progetti di educazione finanziaria della Banca Centrale Europea. In aggiunta a questo, la Banca d'Italia pubblica Guide pratiche anche sui prodotti bancari, che descrivono, in un linguaggio chiaro e semplice, le loro caratteristiche principali.

³⁴⁴ Cfr. CONSOB e Associazioni dei Consumatori, *Carta degli Investitori 2014*, Tavolo di Lavoro Congiunto, 2015.

Il sito *web* della COVIP contiene anche un guida rivolta al grande pubblico, focalizzata sulle pensioni complementari. Si sta valutando anche come utilizzare i social network (come *Facebook* e *Twitter*) in modo tale da diffondere informazioni su questioni pensionistiche appositamente progettati per i giovani. Sul suo sito *web*, IVASS fornisce informazioni al pubblico in generale sulla protezione dei consumatori e sulle assicurazioni e sta aggiornando la sezione interattiva più, al fine di:

1. Sviluppare conoscenze in materia di assicurazione;
2. Aumentare il livello di consapevolezza dei consumatori circa i rischi potenziali cui sono esposti;
3. Migliorare la capacità di scegliere il miglior prodotto assicurativo sulla base delle esigenze;
4. Migliorare il livello di comprensione dei meccanismi base di assicurazione, le caratteristiche dei prodotti più popolari e incoraggiare i consumatori a comprendere i prodotti più complessi o innovativi;
5. Fornire indicazioni sulla disponibilità di informazioni, consulenze e aiuti quando necessario.

Il portale che più di tutti in Italia offre risposte a chi lo consulta è quello del Feduf, nelle sezioni Scuole e Famiglie. Sono innumerevoli le spiegazioni e le attività interattive con cui l'utente si può confrontare. Si possono consultare programmi didattici di scuole elementari, medie e superiori con annessi moltissimi progetti extra, leggere articoli e opinioni di grandi pensatori e personaggi coinvolti nell'educazione economico-finanziaria del Paese, guardare video-lezioni o prendere spunto per letture e riproduzioni cinematografiche che coinvolgano i temi del risparmio e dell'investimento. Si tratta di un portale unico e estremamente utile per chiunque, curiosi, addetti ai lavori e soprattutto investitori.

4.2.3 Conclusioni

Cosa si può concludere in merito all'elaborazione di strategie nazionali di *investor education*? Detto che gli Stati oggi non possono più garantire come in passato reti assistenziali, tipiche dello stato del benessere, si è dovuto accettare che i governi nazionali e le istituzioni, prendessero atto dell'importanza della pianificazione finanziaria e del conseguente impegno educativo per istruire la collettività, strettamente legata però alla presenza di professionisti del settore. Difatti, l'innalzamento della cultura e dell'educazione finanziaria dei cittadini è un obiettivo da raggiungere non con la finalità di rendere ciascuno il consulente di sé stesso, ma piuttosto per far capire al cittadino le regole, i doveri e le responsabilità³⁴⁵.

La prima area di pianificazione strutturata che si dovrebbe trasmettere alle singole unità decisionale dovrebbe riguardare la dinamica degli acquisti e delle vendite, degli investimenti e dell'allocazione delle risorse nel tempo³⁴⁶. Si deve ricordare in merito che gli investimenti non prescindono dalla comprensione di quattro componenti essenziali³⁴⁷:

³⁴⁵ Cfr. Cardia L., *Tutela del Consumatore nei Servizi Finanziari*, intervento del 19 marzo 2010, consultabile sul sito www.consob.it.

³⁴⁶ Cfr. Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione "Consumatori e Mercati" Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

³⁴⁷ Cfr. Megale G. e Sorgi S., *Guida all'Educazione Finanziaria. Istruzioni per un Corretto Uso della Finanza Personale*, Il Sole 24 Ore Libri, 2010, op. cit. p. 123.

- 1) L'individuazione e la quantificazione dei consumi attuali e futuri in funzione dell'intero arco di vita, che costituiscono gli obiettivi di investimento;
- 2) La valutazione della capacità di rischio dell'individuo e della sua attitudine soggettiva al rischio;
- 3) La considerazione delle risorse attuali e del risparmio sull'intero arco della vita;
- 4) L'individuazione di una strategia di investimento, che tenga conto di tutti i predetti elementi.

Le strategie nazionali dovrebbero definire una visione globale e intersettoriale e fissare obiettivi generali, realistici e misurabili per le priorità politiche. Una rassegna di esperienze esistenti nella progettazione di questi documenti inoltre indicano che:

- Gli obiettivi fissati entro delle tabelle di marcia e dei piani d'azione beneficiano di riferimenti chiari e espliciti, di dati quantitativi raccolti da ricerche sui mercati finanziari. Questi riferimenti forniscono *benchmark* e rendono più facile misurare il cambiamento e mostrarne i progressi.
- Criteri di successo realistici sia a livello quantitativo che qualitativo possono utilmente essere assegnati a ciascun obiettivo fissato nel piano d'azione.
- Identificare programmi per sostenere la strategia è importante anche per fornire indicazioni per le organizzazioni coinvolte nel programma. Questo può essere fatto in consultazione con le organizzazioni interessate, che possono anche aiutare a costruire il consenso sugli obiettivi della strategia nazionale, e sui modi migliori per raggiungerli.

Per quanto riguarda il monitoraggio della strategia nazionale e la sua valutazione, per cui è stato rilevato a livello nazionale che solo il 58,7% dei soggetti che hanno sperimentato programmi di *investor education* effettua³⁴⁸, i seguenti principali insegnamenti possono essere identificati dalle esperienze internazionali, preziosi per un "dopo" dell'attuazione dei programmi:

- Le tabelle di marcia dovrebbero includere un calendario formale per la valutazione e la revisione della strategia;
- Metodi e strumenti per monitorare e valutare la strategia nazionale globale devono essere progettati e bilanciati sul contesto a cui si riferiscono.
- La valutazione della strategia nazionale può essere condotta quantitativamente, attraverso indagini ripetute e completata da informazioni qualitative, ad esempio attraverso *feedback* dei soggetti coinvolti.
- L'uso di indicatori di alfabetizzazione e di comportamento finanziario può anche consentire alle autorità pubbliche di tenere traccia delle modifiche e fornire valore aggiunto al monitoraggio della strategia.

L'importanza di una buona segnalazione per misurare i progressi compiuti nell'attuazione della strategia nazionale non deve essere trascurato. Gli organismi di attuazione della strategia dovrebbero essere incoraggiati

³⁴⁸ Cfr. Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione "Consumatori e Mercati" Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.

a fornire aggiornamenti sull'attività svolta, nonché a segnalare, a livello nazionale e (se del caso) a livello internazionale, altre informazioni rilevanti necessarie per monitorare l'impatto della strategia e la conoscenza di ciò che funziona.

Da ultimo, le strategie nazionali sono finanziate attraverso una varietà di fonti, modalità e strumenti. Vale, in generale, che:

- ♦ La pianificazione a lungo termine e gli orizzonti di bilancio pluriennali sono strumentali nella realizzazione di politiche di educazione finanziaria efficaci, a causa della natura di lungo termine del cambiamento comportamentale perseguito da queste politiche pubbliche.
- ♦ Dimostrare l'impatto e il ritorno sull'investimento da risorse investite in educazione finanziaria è molto importante per assicurare fonti stabili di bilancio, soprattutto in considerazione delle priorità politiche in competizione che devono affrontare al giorno d'oggi i governi. Ciò richiede monitoraggio e valutazione continua, al fine di garantire la responsabilità dei modi in cui le risorse sono spese e per consentire alle autorità pubbliche di capire quali attività hanno avuto successo.
- ♦ Quando si cercano fonti miste di finanziamento, al fine di garantire un finanziamento stabile dal settore privato, è utile coinvolgere questi soggetti il più presto possibile nella progettazione e nell'attuazione della strategia nazionale, per infondere un senso di appartenenza delle iniziative implementate.

Da questo quadro risulta un *investor education* catalizzatrice di molte esigenze e interessi da mantenere vividi, sotto l'egida di un lavoro interdisciplinare e congiunto tra economisti e psicologi. A tutela degli investitori si presentano sempre come punti nodali la segmentazione della clientela, la consulenza alla clientela *retail*, la disciplina di strumenti finanziari troppo complessi e rischiosi e da ultimo l'educazione finanziaria, come ricerca di soluzioni concrete e facilmente applicabili al vasto panorama dei risparmiatori. L'onda d'urto dei mesi recenti non dovrebbe rischiare di disperdersi velocemente, come era stato negli altri casi di risparmio tradito³⁴⁹, dal momento che anche a livello economico complessivo e politico i costi da sostenere non sono esosi, ma i benefici saranno duraturi e indiscutibilmente remunerativa per tutti gli *stakeholder*.

4.3 Investor Education nel Resto del Mondo

La maggior parte delle economie sviluppate e in via di sviluppo ha deciso di mettere in atto strategie nazionali per l'educazione finanziaria, dati anche i diversi fattori che hanno contribuito al recente *boom* del numero di strategie nazionali.

E la risultante è che si possono evincere delle pratiche ottimali replicabili e da replicare altrove. I Paesi Bassi ad esempio sono arrivati a ridefinire gli strumenti di misurazione per catturare un comportamento finanziario "responsabile", il Giappone e il Brasile hanno ideato una varietà di strumenti di misura adattata a diversi tipi di pubblico, con l'utilizzo di *focus group* per ottenere una maggiore comprensione di come

³⁴⁹ Cfr. Pellegrini M., *Le Controversie in Materia Bancaria e Finanziaria. Profili Definitivi*, CEDAM (Padova), 2008.

intervenire su settori specifici; oppure il Regno Unito e il Sud Africa che hanno dato vita ad una struttura di *governance* multi-stakeholder per avere *mix* di competenze per supervisionare la strategia nazionale, garantendo coerenza negli obiettivi.

Ciascuno dei piani e progetti nazionali ha prodotto degli effetti sulla base ovviamente del sostrato su cui si sono inseriti. A livello internazionale, il tasso di alfabetizzazione finanziaria differisce enormemente tra le principali economie avanzate e quelle emergenti del mondo. In media, il 55% della popolazione adulta nelle principali economie avanzate (Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti) sono finanziariamente educate. Tuttavia, anche all'interno di questi paesi, i tassi di alfabetizzazione finanziaria variano ampiamente, dal 37% in Italia al 68% per il Canada. Al contrario, nelle maggiori economie emergenti - i cosiddetti BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), in media, il 28% degli adulti posseggono nozioni di finanza ed economia. Globalmente ancora solo un agente su tre mostra una comprensione dei concetti finanziari di base. I governi di ogni dove stanno quindi spingendo per aumentare l'inclusione finanziaria dei risparmiatori, stimolando per esempio l'accesso a conti bancari e altri servizi finanziari.

Le strategie nazionali sono stati progettate in paesi con diverse condizioni economiche e sociali e con diversi livelli di sviluppo del mercato finanziario, noto anche che la tutela del risparmiatore si compone di tutela del sano esercizio dell'attività bancaria e tutela della stabilità monetaria. Nei paesi privi di una strategia nazionale propriamente detta, un vivido dibattito è in corso circa la possibilità e le modalità di esecuzione. Allo stato attuale come si può vedere dalle tabelle e dalla cartina (cfr. Tabella 4.1 e Cartina 4.1) moltissimi paesi (quasi il 50% dei paesi in cui si è parlato in passato di *investor education*) hanno dei piani nazionali di educazione finanziaria³⁵⁰.

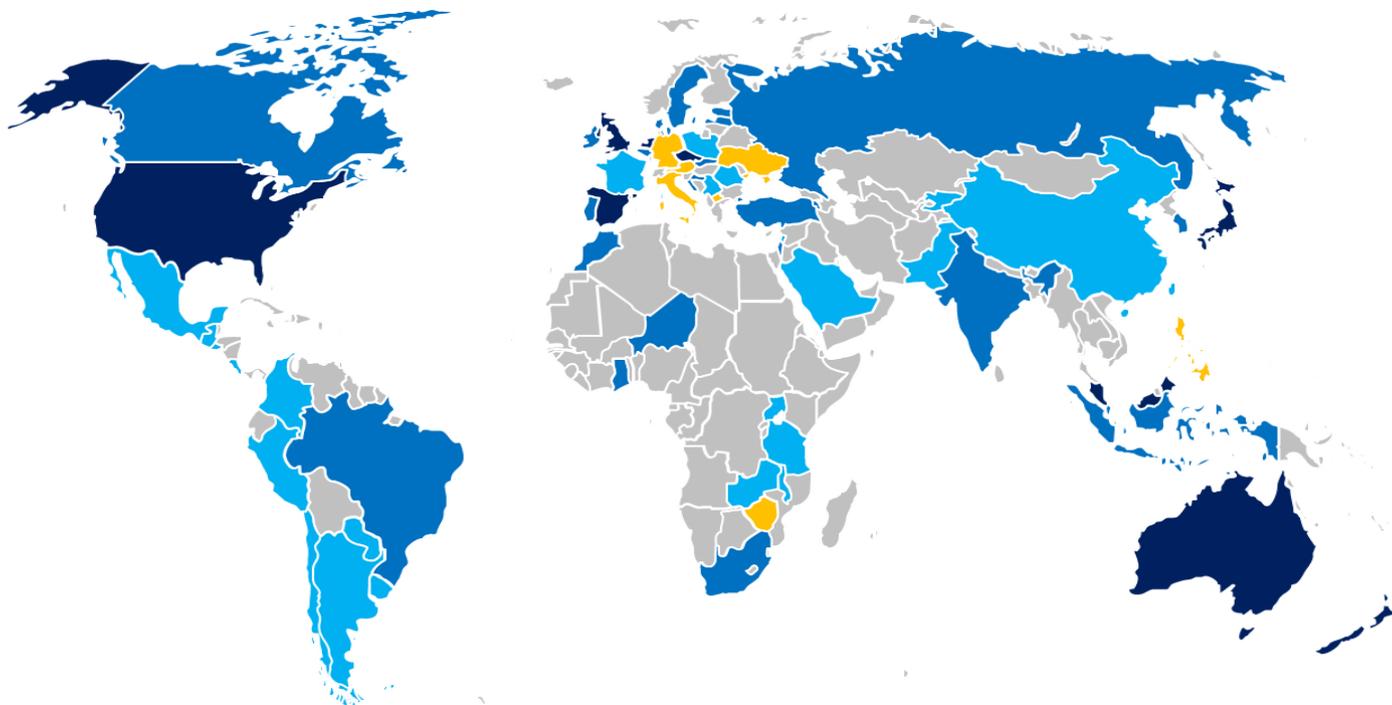
Tabella 4.1 – Stato delle strategie nazionali di *investor education* nel mondo (in grassetto i paesi G20)

Colore	Status	Numerosità	Paese
	Strategia nazionale revisionata o secondo implementazione	10	Australia ; Repubblica Ceca; Giappone ; Malesia; Paesi Bassi; Nuova Zelanda; Singapore; Spagna ; Regno Unito ; Stati Uniti .
	La prima strategia nazionale è stata implementata	22	Armenia; Belgio; Brasile ; Canada ; Croazia; Danimarca; Estonia; Ghana; India ; Indonesia ; Irlanda; Israele; Repubblica di Corea ; Lettonia; Marocco; Nigeria; Portogallo; Federazione Russa ; Slovenia; Sud Africa ; Svezia; Turchia .
	Strategia nazionale attivamente programmata e disegnata	26	Argentina ; Cile; Repubblica Popolare Cinese ; Colombia; Costa Rica; El Salvador; Francia ; Guatemala; Hong Kong, China; Kenya; Kirgizstan; Libano; Malawi; Messico ; Pakistan; Paraguay; Perù;

³⁵⁰ L'elaborazione è stata fatta sulla base di diversi documenti: Klapper L., Lusardi A. e Van Oudheusden P., *Financial Literacy Around the World*, Insights From The Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey, <http://www.finlit.mhfi.com>, 2015; OECD, *Policy Handbook On The Implementation Of National Strategies For Financial Education*, OECD 2015; OECD, *Advancing National Strategies for Financial Education*, a joint publication by Russia's G20 Presidency and the OECD, 2015.

			Polonia; Romania; Arabia Saudita ; Serbia; Tanzania; Thailand; Uganda; Uruguay; Zambia.
	Strategia nazionale pianificata	7	Austria; Repubblica di Macedonia; Filippine; Ucraina; Zimbabwe, Italia , Germania .
	Nessuna Strategia	Resto del Mondo.	

Cartina 4.1 – Il mondo dell'educazione finanziaria



Fonte: elaborazione personale.

Il tema dell'educazione finanziaria è stato affrontato, più o meno approfonditamente, da tutti i governi delle principali nazioni al mondo e molte sono state le iniziative dirette alla formazione sulla finanza ed sul risparmio messe in atto da soggetti pubblici o privati in ciascun Paese. Anche le principali istituzioni sovranazionali, Unione Europea, OCSE (vedasi *supra*) e Banca Mondiale, con studi, enunciazione di principi chiave e veri e propri programmi formativi, hanno teso contribuire al dialogo internazionale sul tema del rafforzamento della protezione finanziaria dei consumatori e dell'alfabetizzazione finanziaria.

In appendice (cfr. Appendice 2) si è deciso di riepilogare tutte le principali iniziative di tutti quei paesi in Europa che vantano dei benefici per l'instaurazione e l'implementazione di programmi di educazione e alfabetizzazione finanziaria. Analizzando i contenuti, per esempio all'interno dei siti, è possibile distinguere una sintesi delle azioni intraprese con ciascun programma nonché il gruppo di destinatari.

Appendice 1 – Le Domande dei Colloqui

1. Quale è il Suo ruolo presso (istituzione)?
2. Come definirebbe il suo ruolo per l'*investor education* (IE)?
3. Qual è la *mission* prefissata al Suo ufficio?

4. Perché l'Italia non ha ancora un piano nazionale di IE?
5. Come si può definire una strategia nazionale di IE?
 - a. Qual è il primo passo teorico e pratico per un programma nazionale di IE?
6. Meglio forme di autotutela o di dirigismo, considerata tradizione italiana?
 - a. E le variabili cognitive, come *bias* e euristiche: quali strumenti adottate per considerarli e su quali dati vi basate?
 - b. È ancora valida la definizione OCSE? È su quella che fate leva?

7. Come pensate di informare il “grande pubblico”?
 - a. Parlando del vostro sito: da quando esiste e per chi è stato pensato?
 - b. Come mai non si era pensato prima?
 - c. Dei progetti in atto: chi concernono? Avete un *target* di consumatori?
 - i. Perché avete deciso di concentrarvi prevalentemente su costoro?
 - d. Quali canali e modalità divulgative preferire (scuole, aziende, ... giochi, piattaforme, musei, ...)?
 - e. Vi aspettate che l'investitore consulti i vostri canali?

8. Ad ogni modo, dei progetti in corso:
 - a. Mi può spiegare la natura di alcuni di essi?
 - b. Si presuppone l'iniziativa libera di informarsi del cittadino?
 - c. Quali effetti sono previsti a breve e lungo periodo?
 - d. Se ne possono già vedere i risultati?
 - e. State continuando?
 - f. Come monitorate gli effetti?
 - g. Con quali altre soggetti avete collaborazioni? Quali occasioni di confronto privilegiate (per esempio, forum Economix)?

9. E in merito alla situazione degli intermediari ...
 - a. Come si sono prodotte tante falle endemiche nel sistema?

- b. Come pensa debba essere affrontato il problema?
- c. Cosa state facendo in merito?

Appendice 2 – Programmi di *Investor Education* in Europa

STATI	PRINCIPALI ENTI/ASSOCIAZIONI/ORGANIZZAZIONI	PROGRAMMI DI EDUCAZIONE FINANZIARIA
Stati Uniti	<p>Department of the Treasury (www.ustreas.gov), Federal Reserve (www.federalreserve.gov), Financial Literacy and Education Commission (www.mymoney.gov), Us Treasury Office of Financial Education (www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/financialinstitution/fin-education)</p>	<p>Financial Literacy Education Commission, Federal Reserve Education (www.federalreserveeducation.org), Insure U – Get Smart About Insurance (www.insureuonline.org), Financial Literacy Training, Citigroup financial education program (http://financialeducation.citigroup.com/citigroup/financialeducation/aggregator.htm)</p>
Regno Unito	<p>Bank of England (www.bankofengland.co.uk), BBC (www.bbc.co.uk), Financial Services Authority (www.fsa.gov.uk), OFSTED (www.ofsted.gov.uk), SCFE (Scottish Centre for Financial Education)</p>	<p>National Strategy for Financial Capability (www.fsa.gov.uk/financial_capability), Moneymadeclear, Parent’s Guide to Money, Financial Capability Online Tools (www.fsa.gov.uk/financial_capability), Partnership Development, Making the Most of Your Money, Pounds and Pence (www.bankofengland.co.uk/education/poundsandpence), Learning Money Matter, Money for life, Money Doctors, Boosting financial capability in schools, Talking shop financial literacy module</p>
Australia	<p>Australia Financial Literacy Foundation, Australian Securities and Investments Commission (www.asic.gov.au/asic/asic.nsf), Ministerial Council on Education, Employment and Youth Affairs (MCEETYA, www.mceecdya.edu.au/mceecdya/), Consumer education strategy (www.fido.gov.au)</p>	<p>Saver Plus, Understanding Money (www.understandingmoney.gov.au/content/consumer/about/aboutflf.aspx), Consumer Education Strategy, Life Skills Education for Indigenous people</p>

Nuova Zelanda	New Zealand Retirement Commission (www.retirement.org.nz)	National Strategy for Financial Education, Sorted (www.sorted.org.nz)
Olanda	Autoriteit Financiële Markten (www.afm.nl)	De show van je leven/The show of your life, Alles over verzekeren/Everything about insurance, CentiQ (www.centiq.nl), Blijf Positief/Stay positive
Canada	Financial Consumer Agency of Canada (www.fcac-acfc.gc.ca), Industry Canada (www.ic.gc.ca/ic_wp-pa.htm)	Consumer Education Program and the Financial Literacy Initiative, CanLearn (www.canlearn.ca), Canadian Consumer Information Gateway (www.themoneybelt.gc.ca)
Spagna	Banco de España (www.bde.es/homee.htm), Caixa Terrassa (www.unnim.cat/ca/Particulars), Customer protection (www.bde.es)	Edufinet (Educación financiera en lared), Employee trainings from ESCA, Learn to manage your money
Irlanda	Irish Financial Regulator (www.financialregulator.ie/Pages/home.aspx), Irish Pensions Board (www.pensionsboard.ie/en)	It's Your Money (www.itsyourmoney.ie), National Pensions Action Campaign (www.pensionsboard.ie)
Francia	Institut pour l'Education Financière du Public (www.lafinancepourtous.com)	La finance pour tous, ARCAF (www.EpargneRetraite.org), 16-25 ans, Comment gérer son budget sans déraper, Les Clés de la Banque/Keys to the bank
Germania	BaFin. Federal Financial Supervisory Authority (www.bafin.de/cln_152/EN/Home/homepage_node.html?_nnn=true), Deutsche Bundesbank (www.bundesbank.de)	SchülerBanking, Personal Economics – fit für die wirtschaft, SCHUFA macht Schule, School kit on price stability: “Price stability - why is it important for you?”, The European Stock Market Learning, SchulBank-Wirtschaft für den Unterricht/SchoolBank-Economics for teachers and students, (f)in-fit - Financial training for migrants
EUROPA		Eurofinas. European Federation of Finance House Associations (www.eurofinas.org), OECD (www.oecd.org), OECD, I.G.F.E.

		<p>Internation Gateway for Financial Education www.oecd.org/pages/0,3417,en_39665975_39666038_1_1_1_1_1,00.html), Database: EDFE - European Database for Financial Education, http://ec.europa.eu/internal_market/fesis/index.cfm?action=home)</p>
<p>ITALIA</p>	<p>ABI, Associazione Bancaria Italiana (www.abi.it), ACRI, Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa (www.acri.it/files/default.asp), AEEE, Italia Associazione Europea per l'Educazione Economica (www.aeeitalia.it), ANASF, Associazione Nazionale Promotori Finanziari (www.anasf.it/index1.asp), ANCI, Associazione Nazionale Comuni Italiani (www.anci.it), ANIA, Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (www.ania.it), Assofin, Associazione del Credito al Consumo ed Immobiliare (www.assofin.it), Assogestioni – Associazione italiana del risparmio gestito (www.assogestioni.it), Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (www.agcm.it), Banca d'Italia (www.bancaditalia.it), Borsa italiana (www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm), CIA, Confederazione Italiana Agricoltori (www.cia.it/ncia), CNA, Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa (www.cna.it), Coldiretti (www.coldiretti.it), Confagricoltura (www.confagricoltura.it), Confartigianato (www.confartigianato.it), Confcommercio (www.confcommercio.it/home), Confindustria</p>	<p>Cartoon Etruria www.bancaetruria.it/Inostrivalori/limpegnosociale/CartoonEtruria), DOLCETA (www.dolceta.eu), Economiascuola (www.economiascuola.it/formazione/educazionefinanziaria/in-europa), Economic@mente. Metti in moto il tuo futuro www.anasf.it/pagine/formazione/economic@mente.asp), EduCare (www.educare.bnl.it), Educazione finanziaria: Conoscere per decidere (www.bancaditalia.it/servizi Pubbl/conoscere), Guadagnamo il futuro/Open Mind (www.unicreditgroup.eu/it/events/Event0564.htm)</p>

	<p>www.confindustria.it), CONSOB www.consob.it), Consorzio PattiChiari www.pattichiari.it), Feduf (http://www.feduf.it), COVIP (www.covip.it), Helpconsumatori (www.helpconsumatori.it/news.php?id=28156), ISVAP (www.isvap.it), MEF. Ministero dell'Economia e delle Finanze (www.tesoro.it), MIUR . Ministero dell'Istruzione dell'Università e della ricerca (www.istruzione.it/web/hub)</p>	
--	--	--

Conclusioni

L'obiettivo dell'elaborato è stato quello di analizzare lo sviluppo dell'educazione finanziaria e verificare l'applicabilità di una strategia nazionale. Inizialmente viene data la definizione di *financial literacy* illustrando i vari elementi che la compongono, quali: *financial knowledge*, *financial attitude* e *financial behaviour*. Da qui la definizione di *investor education* secondo importanti *standard setter* internazionali. L'interesse delle discussioni riportate si sposta poi sull'educazione finanziaria nella letteratura giuridica e negli esperimenti dei ricercatori.

Il contributo del mio lavoro è stato analizzare e comprendere tutte le variabili cognitive in gioco durante la fase di scelta di un investimenti, razionalizzare le nozioni essenziali della letteratura nonché il lavoro dei soggetti privati e pubblici che sul territorio nazionale si sono interessati di *investor education* per il pubblico *retail*. In particolare, si è posta l'attenzione sull'Italia fissato il punto di partenza dello studio dell'educazione finanziaria, quando nel 2008 l'istituto PattiChiari ha elaborato la prima misurazione del livello di educazione finanziaria degli italiani. Da lì, si è voluto vedere lo sviluppo di questa materia tra i cittadini italiani e la sua crescita nel tempo. In seguito si è cercato di mettere in chiaro i vari protagonisti a livello europeo che promuovono attività e iniziative per favorire lo sviluppo dell'educazione finanziaria tra i cittadini.

In relazione alla complessità del modello educativo attuato e delle tipologie di esigenze su cui interviene, un processo di educazione finanziaria si compone, in estrema sintesi, di informazione, per le conoscenze, di educazione, per le capacità ed elaborazione delle informazioni, per la responsabilità. Questo percorso universalmente valido può poi rivolgersi ai giovani in età scolare oppure agli adulti, con obiettivi specifici e diversi. Resta sempre valido che il livello di *protection* deve essere bilanciato dal libero arbitrio degli individui, anche se questo significa accettare con le scelte tutti gli errori che possono essere commessi prima, durante e dopo il processo decisionale. Alla luce di ciò, la dottrina giuridica europea, ha fatto in modo di integrare in sé aspetti interdisciplinari delle scienze giuridiche, economiche e sociali, quali la psicologia. Il raziocinio mancato e l'incertezza in cui operano i risparmiatori-investitori ha indotto il regolatore dei mercati e dei soggetti ivi operanti a limitare il manifestarsi di asimmetrie informative, speculazioni e sbilanciamenti contrattuali. L'*investor education* assolve perfettamente questo compito. Inoltre, il collocare l'educazione finanziaria tra le voci delle fonti normative primarie o quelle fondamentali evidenzia come si voglia promuovere un livello economico di base e costruire forme di auto-tutela per i consumatori, in modo da trasformarli in soggetti coscienti e consapevoli delle conseguenze delle proprie scelte. Il rinnovato interesse della disciplina in esame lo si deve alla volontà del regolatore di garantire una partecipazione attiva dell'investitore nel prendere decisioni economico-finanziarie e di promuovere il formarsi di un pensiero critico, per scegliere tra i prodotti offerti con cognizione di causa. I risparmiatori, a prescindere dal fatto che rivestano o meno la qualifica di consumatore, nell'ambito del fenomeno dell'educazione finanziaria, vengono tutti presi in considerazione in quanto utenti, attuali o potenziali, dei servizi finanziari.

La fiducia è emersa essere il potente collante del rapporto tra intermediari e consumatori. Rileva il profilo psicologico di entrambi ma soprattutto del cliente perché interferisce di più con i processi euristici e indi anche decisionali. I contributi della letteratura comportamentale forniscono molti spunti di riflessione e di intervento per i regolatori al fine di implementare lo studio nei mercati finanziari della componente psicologica e irrazionale alla base dell'agire degli individui. *Investor education*, trasparenza informativa e guida del consulente sono tutti ambiti imprescindibili dalla finanza comportamentale, indissolubilmente legati alle abilità cognitive dei soggetti. Difatti, l'innalzamento della cultura e dell'educazione finanziaria dei cittadini è un obiettivo da raggiungere non con la finalità di rendere ciascuno il consulente di sé stesso, ma piuttosto per far capire al cittadino le regole, i doveri e le responsabilità³⁵¹. Da qui, si è evidenziato che le strategie nazionali dovrebbero definire una visione globale e intersettoriale e fissare obiettivi generali, realistici e misurabili per le priorità politiche.

Da questo quadro ne deriva un *investor education* catalizzatrice di molte esigenze e interessi da mantenere vividi, sotto l'egida di un lavoro interdisciplinare e congiunto tra economisti e psicologi. A tutela degli investitori si presentano sempre come punti nodali la segmentazione della clientela, la consulenza alla clientela *retail*, la disciplina di strumenti finanziari troppo complessi e rischiosi e da ultimo l'educazione finanziaria, come ricerca di soluzioni concrete e facilmente applicabili al vasto panorama dei risparmiatori. L'onda d'urto dei mesi recenti non dovrebbe rischiare di disperdersi velocemente, come era stato negli altri casi di risparmio tradito, dal momento che anche a livello economico complessivo e politico i costi da sostenere non sono esosi, ma i benefici saranno duraturi e indiscutibilmente remunerativa per tutti gli *stakeholder*.

In futuro sarebbe interessante pensare alla conseguenze più a lungo termine di programmi educativi in campo economico-finanziario nonché preoccuparsi estensivamente del ruolo nelle strategie nazionali delle riforme del sistema pensionistico, congiuntamente all'invecchiamento demografico.

³⁵¹ Cfr. Cardia L., *Tutela del Consumatore nei Servizi Finanziari*, intervento del 19 marzo 2010, consultabile sul sito www.consob.it.

BIBLIOGRAFIA

- Aa. Vv., a cura di Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010.
- Aa. Vv., *Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa*, Università Cattolica del S. Cuore, Laboratorio Di Analisi Monetaria, Osservatorio Monetario, n. 3/2009, 2009.
- Aa. Vv., *La Previdenza Comportamentale*, in Quaderni MEFOP, allegato alla pubblicazione Mefop Newsletter n. 52 (Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 198 del 9/5/2000), n. 18, anno 2013.
- Agness L., *Cambia la Tua Vita con la PNL. Tecnica e Pratica della Programmazione Neurolinguistica*, Vallardi (Milano), 2010.
- Ajello A., *L'Insegnamento dell'Economia Problemi e Prospettive*, in (a cura di) A. S. Bombi, *Economia e Processi di Conoscenza*, Loesher, Torino, 1991.
- Akerlof G. A. e Shiller R. J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, US, 2009
- Alemanni B., Cervellati E. M., Rocca S. e Rocco G., 2, *La Previdenza Comportamentale*, Quaderno Mefop n. 18, 2013.
- Alemanni B., Modelli Cognitivi, *Educazione Finanziaria e Previdenza Comportamentale*, Relazione convegno "Scelte di investimento e regole di tutela. Il ruolo della finanza comportamentale tra economia, psicologia e diritto", Milano, 2010.
- Alemanni B., *Pensioni, Comportamenti e Regole*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2012.
- Alessie R., Lusardi A. e Van Rooji M., *Financial Literacy and Stock Market Participation*, Dartmouth College Working paper n. 162, 2007.
- Ali R. D., Haldane A.G., Williamson P.N., *Towards a Common Financial Language*, Bank of England, Speech, sul sito www.bankofengland.co.uk/publications/speeches, 2012.
- Allen R. E., *The concise Oxford Dictionary*, 8 ed., Oxford University Press, Oxford 1993.
- Alpa G., *La "Trasparenza" del Contratto nei Settori Bancario, Finanziario, e Assicurativo*, in *Giur. It.*, pt. I, 10, 1992.
- Alpa G., *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *Contratti*, 10, 2006.
- Alpa G., *La trasparenza delle operazioni bancarie e la tutela del risparmiatore*, in *Vita notarile*, pt. I, 2, 2004.
- Amorosino S., *Profili Pubblicistici della Disciplina dell'Attività di Consulenza Finanziaria*, Padova 2010.

- Angelini R., *Le Pratiche Commerciali Scorrette: Alcune Considerazioni di Sistema*, in *Obbligazioni e Contratti*, n. 5, 2011.
- Annunziata F., *La Disciplina del Mercato Mobiliare*, Giappicchelli (Torino), 2014.
- Annunziata F., *Regole di Comportamento degli Intermediari e Riforme dei Mercati Mobiliari: l'Esperienza Francese, Inglese e Italiana*, EGEA, 1993.
- Antonucci A., *Regole di Condotta e Conflitti D'interesse*, in Aa. Vv., *La Nuova Normativa MiFID*, a cura di De Poli.
- Arcuri L., *Crescere con la Tv e Internet*, Il Mulino, Bologna, 2008.
- Areni C.S. e Kim A., *The influence of Background Music on Shopping Behavior: Classical Versus Top-Forty Music in a Wine Store*. In *NA – Advance in Consumer Research Volume 20*, eds. Leigh McAlister and Michael L. Rothschild, Provo, UT: Association for Consumer Research, pp. 336-340, 1993.
- Argentin G., *L'Educazione Finanziaria per i Giovani. Esperienze, Evidenza Empirica e Proposte per Future Iniziative nel Settore*, in *Quaderni dell'Osservatorio*, n. 5, Fondazione Cariplo, 2010.
- Ariely D., *Predictably Irrational*, Harper Perennial (New York, NY), 2010.
- Asch S., *Social Psychology*, in Englewood Cliffs, NJ, US, Prentice-Hall, 1952.
- Atkinson A. e Messy F. A., *Measuring Financial Literacy: Results of the OECD / International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study*, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, n. 15, OECD Publishing, [2012](#).
- Atkinson A. Messy F., Rabinovivh L. e Yoong J., *Financial Education for Long-term Savings and Investments: Review of Research and Literature*, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, n. 39, OECD Publishing, Paris, 2015.
- Atkinson A., *Evidence of Impact: an Overview of Financial Education Evaluations*, *Consumer Research 68*, for Financial Services Authority, May 2008.
- AXA, "Axa Ricerca sulla Pensione", 2^a Edizione, 2006.
- Baker H. K. e Ricciardi V., *How Biases Affect Investor Behaviour*, *Insight European Financial Review*, 2014.
- Baker H. K. e Ricciardi V., *Investor Behavior, The Psychology of Financial Planning and Investing*, Wiley (New York, US), 2015.
- Baker H. K. e Ricciardi V., *Investor Behaviour: an Overview*, *Insight European Financial Review*, 2015.

- Baldwin R., Cave M. e Lodge M., *Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice*, Oxford University Press, Oxford, 2011.
- Banca d'Italia, CONSOB, COVIP, ISVAP, AGCM, *Protocollo di Intesa* del 09.06.2010.
- Banca d'Italia, *Inclusione Finanziaria le Iniziative del G20 e il Ruolo della Banca d'Italia*, Occasional Papers, (a cura di) G. Gomel (coordinatore), F. Bernasconi, M. L. Cartechini, V. Fucile, R. Settimo, R. Staiano, n. 96, 2011.
- Banca d'Italia-MIUR, *Memorandum d'Intesa* del 06.11.2007.
- Banerjee A. V., *A Simple Model of Herd Behavior*, the Quarterly Journal of Economics, 107(3), 1992.
- Bank for International Settlements, *Innovation in Retail Payments*, Report of the Working Group on Innovations in Retail Payments, 2012.
- Barber B. M. e Odean T., *Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*, The Quarterly Journal of Economics, 116(1), 2001.
- Barber B.M. e Odean T., *All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors*, Review of Financial Studies, 78, pp. 2095-2119, 2008.
- Barberis N. C. e Thaler R. H., *A Survey of Behavioral Finance*, in George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz, eds. *Handbook of the Economics of Finance: Volume 1B, Financial Markets and Asset Pricing*. Elsevier North Holland, Chapter 18, pp. 1053, 2003.
- Barberis N. e Ming H., *Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns*, the Journal of Finance, 56(4), 2001.
- Barberis N., Ming H. e Tano S., *Prospect Theory and Asset Prices*, the Quarterly Journal of Economics, 116(1), 2001.
- Barberis N., Shleifer A, e Vishny R., *A Model of Investor Sentiment*, Journal of Financial Economics, 49(3), 1998.
- Basu S., *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, Journal of Accounting and Economics, 24(1), 1997.
- Bayer P., Bernheim D. e Scholz J.K., *The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence From a Survey of Employers*, in Economic Inquiry, vol. 47, 2008.

- Becchetti L., Caiazza S., Coviello D., *Financial Education and Investment Attitudes in High Schools: Evidence from a Randomized Experiment*, Research Paper Series, vol 9, issue 10, n. 210, Tor Vergata University, CEIS, 2011.
- Becchetti, L., Caiazza, S., Coviello, D., *Financial education and investment attitudes in high schools: evidence from a randomized experiment*, CEIS Research Paper, n. 210, 2011
- Bechara A., Damasio A. R., Damasio H. e Anderson S.W., *Insensitivity to Future Consequences Following Damage to Human Prefrontal Cortex*, *Cognition* 50, 7–15, 1994.
- Bechara A., Damasio H., Tranel D. e Damasio A. R., *Deciding Advantageously Before Knowing the Advantageous Strategy*, *Science*, 275, pp. 1293-1295, 2007.
- Becker G. e Murphy K., *Social Economics: Market Behaviour in a Social Environment*, Harvard University Press, 2001.
- Becker G., *The Economic Approach to Human Behavior*, University of Chicago Press, 1976.
- Bell E. e Lerman R. I., *Can Financial Literacy Enhance Asset Building? Opportunity and Ownership Project*, The Urban Institute, 9(6), 1-7, 2005.
- Benartzi S. e Thaler R. H., *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, the Quarterly Journal of Economics, 110(1), 1995.
- Benjamin D.J., Brown S.A. e Shapiro J.M., *Who is “Behavioral”? Cognitive Ability and Anomalous Preferences*, SSRN working paper, 2006.
- Berg G. e Zia B., *Harnessing Emotional Connections to Improve Financial Decisions: Evaluating the Impact of Financial Education in Mainstream Media*, World Bank Policy Research Working Paper 6407, April 2013.
- Bernatzi S. e Thaler R. H., *Heuristic and Biases in Retirement Savings Behaviour*, in Journal of Economics Perspectives, n. 21, 2007.
- Bernheim B., Douglas Garrett D. M. e Maki D. M., *Education and Saving: The Long-Term Effects of High School Financial Curriculum Mandates*, Journal of Public Economics, 80(3), 435–465, 2001.
- Bernoulli D., 1738. *Specimen theoriae novae de mensura sortis*, Comentarium Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae, 5, 1738; tradotto Sommer L., *Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk*, *Econometrica*, 22(1), 1954.
- Bersani G., *La Responsabilità degli Intermediari Finanziari*, Utet Giuridica (Roma), 2008.

- Bertelli R., *La Consulenza Finanziaria e la Finanza Comportamentale: dal Contributo Teorico all'Applicazione Operative*, Dalla produzione alla distribuzione: il ruolo dell'investment advice, BNP Paribas, 2011.
- Bessone M., *I mercati Mobiliari*, Giuffrè Milano, 2002.
- Bet L., *Abilità cognitive e scelte di portafoglio: un'analisi del comportamento degli investitori europei*, Tesi di Laurea Magistrale, Corso di Laurea magistrale (ordinamento exD.M. 270/2004) in Economia e Finanza, Relatore Noemi Pace, a.a. 2011-2012.
- Bettelheim B., *Il Mondo Incantato - Uso, Importanza e Significati Psicoanalitici delle Fiabe*, Feltrinelli, 2000.
- Bikhchandani S., Hirshleifer D. e Iwelch I., *Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades*, the Journal of Economic Perspectives, 12(3), 1998.
- Billari C., Favero C. A. e Saita F., *Educazione Finanziaria e Sostenibilità del Welfare*, in Educazione Finanziaria a Scuola. Per una cittadinanza consapevole, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Birnbaum M. H., *New Paradoxes of Risky Decision Making*, Psychological Review, 115(2), 2008.
- Blais A. R. e Weber E. U., *A Domain-Specific Risk-Taking (DOSPERT) Scale for Adult Populations*. Judgment and Decision Making, 1, 33-47, 2006.
- BNL/Centro Einaudi, (a cura di) A. Beltratti, *I Risparmiatori, Vecchi e Giovani*, XXIII Rapporto sul Risparmio e i Risparmiatori in Italia, Guerini e Associati, 2005.
- Bodnar J., *Raising Money Smart Kids*, Kaplan Publishing, Chicago, 2005.
- Bonini N., Del Missier F. e Rumiati, R., *Psicologia del Giudizio e della Decisione*, Il Mulino (Bologna), 2008.
- Borden, L., Lee, S., Serido, J. e Collins, D., *Changing College Students' Financial Knowledge, Attitudes, and Behavior through Seminar Participation*, Journal of Family and Economic Issues, 29 (1), 2008.
- Borsa Italiana, *Un Approccio Alternativo per Risparmio e Investimenti*, Brown (Milano), 2011.
- Bosch-Domènech A. e Silvestre J., *Measuring Risk Aversion with Lists: A New Bias*, Working Papers, University of California, Department of Economics, n. 12, 10, 2012.
- Braga M. D., Martano G., *La Pianificazione Finanziaria*, in Educazione finanziaria a Scuola. Per una cittadinanza consapevole, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Bruce B., *Handbook of Behavioral Finance*, Edward Elgar (Cheltenham, UK), 2012.

- Bruner J., *La Cultura dell'Educazione*, Feltrinelli, Milano, 2001.
- Brunetti M. e Torricelli C., *Population Age-Structure and Household Portfolio Choices in Italy*, *European Journal of Finance*, 16, pp. 481-502, 2010.
- Bucher-Koenen T., Ziegelmeyer M., *Who Lost the Most? Financial Literacy, Cognitive Abilities and Financial Crisis*, Mannheim University, 2010.
- Bucker-Koenen T. e Koenen J., *Do Smarters Consumers Get Better Advice? An Analytical Framework and Evidence from German Private Pensions*, CDSE Discussion Paper n. 105, University of Mannheim, 2011.
- Calcagno R. e Monticone C., *Financial Literacy and the Demand for Financial Advice*, 2011, reperibile: <http://ssrn.com/abstract=1884813>.
- Calliano O. M., *La Formazione Economico-Finanzaria come Strumento di Sviluppo dei Diritti dei Consumatori Europei e di Vantaggio Competitivo delle Imprese Consumer-Oriented. Il Quadro Istituzionale e Organizzativo nelle Principali Esperienze Europee*, (con la collaborazione di) C. Baretini e C. Poncibò, CEDIC, 2011.
- Camerer C. e Lovallo D., *Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach*, *the American Economic Review*, 89(1), 1999.
- Camerer C., *Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction*, Russell Sage Foundation (New York, NY), 2003.
- Camerer C., Loewenstein G. e Rabin M., *Advances in Behavioral Economics*, Russell Sage Foundation (New York, NY), 2004.
- Campbell J., *Household Finance*, *Journal of Finance*, v. 61, 2006.
- Candido A., *La Nudge Regulation. Interpretazioni Dottrinali e Prime Applicazioni Pratiche*, in *Amministrazione in cammino*, (a cura di Prof. G. Di Gaspare), 2012.
- Capobianco E. e Longobucco F., *La Nuova Disciplina sulla Trasparenza delle Operazioni e dei Servizi Bancari e Finanziari*, in *Contratto e impresa*, 2011.
- Cappa C., Muzio C., Rosigioni R. e Zuliani A., *Quali Sono i Processi Cognitivi Coinvolti nel Calcolo Mentale e Scritto? Una Mappa per Descriverli*, Poster presentato a *Imparare questo è il problema -10° Convegno Internazionale*, San Marino, 2010.
- Capriglione F., *Intermediari Finanziari, Investitori, Mercati. Il Recepimento della MiFID. Profili Sistemati*, CEDAM (Padova), 2008.

- Capriglione F., *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM (Padova), 2015.
- Carbone P.L., *La Trasparenza Bancaria e la Tutela del Risparmiatore*, in *Corr. giur.* 5, 1992.
- Carbone V., *La Regola di Correttezza e Buona Fede: un Esempio del Diritto Vivente*, in *Corriere Giuridico*, vol. 29, fasc. 2-3, 2012.
- Carbonetti F., *Che Cos'è un "Valore Mobiliare"?*, in *Giur. Comm.* I, 1989.
- Cardia L., *Incontro Annuale con il Mercato Finanziario*, 28 giugno 2010, reperibile sul sito www.consob.it.
- Cardia L., *Tutela del Consumatore nei Servizi Finanziari*, intervento del 19 marzo 2010, consultabile sul sito www.consob.it.
- Cardia L., *Tutela del Risparmio e Competitività della Piazza Finanziaria*, intervento del 14 marzo 2005, consultabile sul sito www.consob.it.
- Carlin B., Robinson D., *What Does Financial Literacy Training Teach Us?*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series n. 16271, 2010.
- Cavaliere A e Silva F., *Diritti del Consumatore ed Efficienza Economica in una Società Democratica Evoluta*, in *La Tutela del Consumatore tra Mercato e Regolamentazione*, a cura di Silva F., Fondazione Olivetti A., città di Castello, 1996.
- Cavazzuti F., *La "Magia" nei Mercati Finanziari e il Ruolo dell'educazione Finanziaria*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Cavazzuti F., *La Trasparenza dei Mercati Finanziari*, in *Banca impresa società*, p.419 ss., 2004.
- Cecchini M., *Le Politiche per l'Educazione Finanziaria*, in *Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide*, Bancaria Editrice, 2011.
- Cerchiai F., *Assicurazione e Sviluppo Economico*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- CESE, *Educazione Finanziaria per Tutti: Strategie e Buone Pratiche di Educazione Finanziaria dell'Unione Europea*, www.eesc.europa.eu, 2013.
- CESE, *Parere del Comitato Economico e Sociale Europeo sul tema "Educazione Finanziaria e Consumo Responsabile di Prodotti Finanziari"*, (parere d'iniziativa), 2011/C 318/04, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea in data 28.10.2011.

- CESE, *Parere del Comitato Economico e Sociale Europeo sul tema “Protezione dei Consumatori e Gestione Corretta dell’Indebitamento Eccessivo per Prevenire l’Esclusione Sociale”*, 2014/C 311/06 del 29.04.2014, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea in data 12.9.2014.
- CESR/10-794, Consultation Paper – *CESR’s Template for the KIID*, 2010.
- Chan L. K. C., Jegadeesh N. e Lakonishok J., *Momentum Strategies*, *The Journal of Finance*, 51(5), 1996.
- Chater N., Inderst R., Huck S., *Consumer Decision Making in Retail Investment Services*, Final Report, 2010.
- Chionsini G. e Trifilidis M., *Educazione Finanziaria: L’utilità Di Una Strategia Unitaria*, *Banche e Banchieri* n. 5, 2010.
- Christelis D., Jappelli T. e Padula M., *Cognitive Abilities and Portfolio Choice*, CEPR Discussion Paper, n. 5735, 2006.
- Ciocca P., *Il Modello Italiano di Intermediazione Finanziaria*, organizzato da Fondazione Cesifin Alberto Predieri e da Federazione Banche Assicurazioni e Finanza, 2014.
- Cocciarelli G., *L’Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e futuro*, progetto di ricerca per Consumers’ Forum, Corso di alta formazione “Consumatori e Mercati” Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.
- Cole S. e Shastry G. K., *Smart Money: The Effect of Education, Cognitive Ability, and Financial Literacy on Financial Market Participation*, Harvard Business School, working paper n. 71, 2009.
- Commissione Europea, *Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services*, Final report, 2011.
- Commissione Europea, *Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion*, 2008.
- CONSOB e Associazioni dei Consumatori, *Carta degli Investitori 2014*, Tavolo di Lavoro Congiunto, 2015.
- CONSOB, *I Servizi di Investimento. Cosa Sono e Quali Tutele sono Previste per i Risparmiatori*, Divisione Tutela del consumatore, 2012.
- CONSOB, *Impariamo ad Investire Regole e Consigli Pratici*, Divisione Tutela del consumatore, 2012.
- CONSOB, Regolamento n. 16190 recante le norme di attuazione del D.Lgs. del 24 febbraio 1998 in materia di intermediari.
- CONSOB, *Report on Financial Investments of Italian Households. Behavioural Attitudes and Approaches*, Rapporto 2015.

- CONSOB, Schede di Approfondimento. Servizi e Attività Di Investimento, 2007, http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_intermediari_2007_0720_schede.pdf.
- CONSOB, *Un Approccio Quantitativo Risk-Based per la Trasparenza Dei Prodotti d'investimento Non-Equity*, a cura dell'ufficio Analisi Quantitative, Quaderno di Finanza n. 63, 2009.
- Conti V., *Intervento di Apertura*, in CONSOB, *La Finanza Comportamentale e le Scelte di Investimento dei Risparmiatori. Le implicazioni per gli Intermediari e le Autorità*, Atti del Convegno CONSOB-LUISS, 2010, CONSOB Quaderni di Finanza n. 68, 2011.
- CRESA, *Investimnte. Il Test dell'Investitore Consapevole*, Schroders, Comunicato Stampa, 2013.
- Criscione A., *Educazione Finanziaria: Portale Unico*, Il Sole 24 Ore, 2015.
- Cucurachi P. A., *La Regola dell'Adeguatezza nella Prestazione dei Servizi di Investimento: il punto di vista della Teoria della Finanza*, in Aa. Vv., *La Nuova Disciplina degli Intermediari dopo le Direttive MiFID: prime Valutazione e Tendenze Applicative*, a cura di De Mari.
- Dahlback O., *Saving and Risk Taking*, in *Journal of Economic Psychology*, vol. 12, n. 3, 1991.
- Damasio A. R., *L'errore di Cartesio. Emozione, Ragione e Cervello Umano*, Adelphi (Milano), 1994.
- Damasio A.R., *Descartes' Error: Emotion, Reason and the Human Brain, l'Errore di Cartesio: Emozione, Ragione e Cervello Umano*, Milano, 1995.
- Damodaran A., *Investment Fables: Exposing the Myths of "Can't Miss" Investment Strategies*, Prentice Hall (NY), 2004.
- Damodaran A., *Valutazione delle Aziende*, Apogeo (Milano), 2010.
- De Benedetto M., Martelli M., Rangone N., *La Qualità delle Regole*, Bologna, 2011.
- De Bondt, Werner F. M. e Thaler R. H., *Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality*, *The Journal of Finance*, 42(3), 1987.
- De Bondt, Werner F. M. e Thaler R., *Does the Stock Market Overreact?*, *The Journal of Finance*, 40(3), 1985.
- De Felice M., *Contribuire alla Sicurezza Finanziaria e Previdenziale. IV Forum internazionale della consulenza ed educazione finanziaria. Milano, 4 dicembre 2013*, in *Educazione finanziaria di qualità*, (a cura di) R. Ravaglia, Dossier, U&C n. 3, 2014.
- De Meza D., Irlenbusch B. e Reyners D., *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, (FSA, Financial Service Authority) in *Consumer Research* n. 69, Londra 2008.

- De Palma A. e N. Picard, *Evaluation of MiFID Questionnaires in France*, Study for the AMF, 2010.
- De Poli M., *Asimmetrie Informative e Rapporti Contrattuali*, in Collana del Dipartimento di Scienze Giuridiche degli Studi Ca' Foscari-Venezia, Padova, 2002.
- De Poli M., *La Nuova Normativa MiFID*, CEDAM (Padova), 2009.
- Della Vigna S., *Psychology and Economics: Evidence from the Field*, NBER Working Paper n. 13420, 2007.
- Demasi B., *Educazione Finanziaria, il Ruolo della Scuola e dei Docenti*, in Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Di Lorenzo V., *MiFID "Atto Secondo": Che Cosa cambia*, in l'Atlante-Newsletter di Prometeia, 11.09.2014, www.prometeia.it.
- Di Porto F. e N. Rangone, *Behavioural Sciences in Practice: Lessons for EU Policymakers*, forthcoming in A.L. Sibony e A. Alemanno (eds), *Nudging and the Law. What can EU Learn from Behavioural Sciences?*, Oxford, Hart Publ., 2014.
- Direttiva 2014/17/UE del 4 febbraio 2014, pubblicata sulla Gazzetta ufficiale Europea in data 28.02.2014.
- Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (conosciuta come MiFid II) pubblicata sulla Gazzetta ufficiale Europea il 12.06.2014.
- Direttiva N. 2004/39/CE del 21.04.2004 (conosciuta come direttiva MiFID, acronimo di Markets in Financial Instruments Directive), pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L. 145 del 30.04.2004, entrata in vigore dal 01.11.2007, recepita con D.Lgs. del 17.09.2007.
- Disegno di legge n. 1196 Marino "Norme per l'educazione alla cittadinanza economica", XVII Legislatura.
- Disegno di legge n. 1288 Fleres ed altri: "Disposizioni in materia di educazione finanziaria", XVI Legislatura.
- Disegno di legge n. 1477 Leddi: "Norme in merito all'educazione finanziaria", XVI Legislatura.
- Disegno di legge n. 1593 Bonfrisco "Interventi per la tutela del consumatore in campo finanziario", XVI Legislatura.
- Disegno di legge n. 1626 Lannutti "Disposizioni in materia di educazione finanziaria", XVI Legislatura.
- Disegno di legge n. 1796 Cagnin "Disposizioni volte a promuovere l'educazione finanziaria", XVI Legislatura.
- Disegno di legge n. 3389 Leddi ed altri "Norme per l'educazione alla cittadinanza economica", XVI Legislatura.

- Dosso C., Rosci E., *Gli Adolescenti e l'Uso del Denaro*, in «Supplemento a Laboratorio Iard», n. 4, 2000.
- Draghi M., *Intervento alla "Bundesbank Lecture 2008" Berlino*, disponibile sul sito www.banca-ditalia.it, 2006.
- Enriques L., *L'Intermediario in Conflitto di Interessi nella Nuova Disciplina Comunitaria dei Servizi di Investimento*, in *Giur. comm.*, I, p. 844.
- Erta K. et al., *Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority*, Financial Conduct Authority Occasional Paper n. 1, 2013.
- ESMA, *Consultation Paper, MiFID II/MiFIR*, ESMA/2014/549, 2014.
- ESMA, *Draft Guidelines for the Assessment of Knowledge and Competence*, Consultation paper, ESMA/2015/753, 2015.
- ESMA, *ESMA Mette in Guardia gli Investitori al Dettaglio sulle Insidie dell'Investimento Online*, Avvertenza per gli investitori, 2015.
- European Banking Federation, *Financial Literacy – Empowering Consumers to Make the Right Choices*, 2009.
- Fama F. E., *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, *Journal of Financial Economics*, 49(3), 1998.
- Farsagli S. e Traclò F., *La Financial Education nel Mondo: Strategie, Strumenti e Risultati dei Principali Programmi Internazionali*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Farsagli, S. e Traclò, F., *Le Esperienze di Educazione Finanziaria. Indagine sulla Realtà Italiana nel Contesto Internazionale*, indagine realizzata dalla Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio PattiChiari, 2011.
- Fernandes D., Lynch L. J. Jr. e Netemeyer, R. G., *The Effect of Financial literacy and financial education on downstream financial behaviors*, NEFE, 2013.
- Ferretti R, Rubaltelli E. e Rumiati R., *La Mente Finanziaria. Economia e Psicologia al Servizio dell'Investitore*, Bologna, 2011.
- Ferri P., *La Scuola Digitale. Come le Nuove Tecnologie Cambiano la Formazione*, Bruno Mondadori, Milano, 2008.
- Festinger L., Riecken H. W., and Schachter S., *When Prophecy Fails*, Minneapolis: University of Minnesota Press, 1956.

- Fiasco M. (a cura di), *Indebitamento Patologico e Credito Illegale nella Crisi Attuale, Dimensioni del rischio e prospettive per imprese e famiglie produttrici*, Camera di Commercio di Roma, 2013.
- Figoli J., *Il Concetto di Consulenza Finanziaria: L'evoluzione della Normativa*, Professione Finanza, 27/02/2008.
- Filotto U., Caratelli M., Naccarato A. e Nicolini G., *Non è Mai Troppo Tardi: l'Imperativo Ergonomico nella Financial Education*, Quattordicesimo Rapporto della Fondazione Rosselli sul Sistema Finanziario Italiano, Bancaria Editrice, 2009.
- Financial Services Authority, *Evidence of Impact: An overview of Financial Education Evaluations*, 2008.
- FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), *Complex Products*, Regulatory Notice n.12, 2012.
- Finucane M. L. et al., *The Affect Heuristic in Judgments of Risks and Benefits*, Journal of Behavioral Decision Making, 13(1), 2000.
- Fischhoff B., *Debiasing*, in Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, a cura di Kahneman, Slovic e Tversky, *Corrective Procedures*, Cambridge University Press, 1982.
- Fondazione Rosselli, (a cura di S. Farsagli), *Le Esperienze di Educazione Finanziaria. Indagine sulla Realtà Italiana nel Contesto Internazionale*, Patti Chiari, Edizione 2012.
- Fortunato S., La CONSOB e il Mercato Mobiliare, in Aa. Vv., *Diritto Commerciale*, Bologna, 2007.
- Fox J., *The Myth of the Rational Market*, HarperCollins (New York, NY), 2010.
- Fracchia F., *Autorizzazione Amministrativa e Situazioni Giuridiche Soggettive*, Jovene (Napoli), 1996.
- Franchi S. e Bianchini F., *On The Historical Dynamics Of Cognitive Science: A View From The Periphery in The Search for a Theory of Cognition: Early Mechanisms and New Ideas*, Rodopi, 2011.
- Franzosi A., Grasso E. e Pellizzoni E., *Investitori retail e Borsa. Secondo rapporto sullo shareholding in Italia*, Borsa Italiana –BitNotes, n. 12, 2004.
- Franzosini G. e Franzosini S., *Finanza Comportamentale. Psicologia delle Scelte*, Libreria Universitaria, 2010.
- FSA, (Financial Service Authority), *Young People and Financial Matters*, in “Consumers Research Papers”, n. 25, 2004.
- Garis A., *La Famiglia nell'educazione alla Cittadinanza Economica: Nuovi Ruoli e Responsabilità*, in: Fondazione Rosselli, *Le Esperienze di Educazione Finanziaria alla Cittadinanza Economica*, Ed. 2012, 2013.

- Garofalo G. e Sabatini F. (a cura di), *Homo Oeconomicus? Dinamiche imprenditoriali in laboratorio*, Il Mulino, Bologna, 2008.
- Genovese A., *Il Contrasto delle Pratiche Scorrette nel Settore Bancario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2011.
- Gentile M. e Siciliano G., *Le Scelte di Portafoglio Degli Investitori Retail e Il Ruolo dei Servizi di Consulenza Finanziaria*, CONSOB Studi e Ricerche n. 64, 2009.
- Gentile M., Linciano N e Siciliano G., *Le Scelte di Portafoglio delle Famiglie Italiane e la Diffusione del Risparmio Gestito*, Quaderni di Finanza – CONSOB, n. 59, 2006.
- Gentile M., Linciano N., Lucarelli C. e Soccorso S., *Financial Disclosure, Risk Perception And Investment Choices. Evidence From A Consumer Testing Exercise*, Quaderni CONSOB n. 82, 2015.
- Gestri M., *Mutuo Riconoscimento delle Società Comunitarie, Norme di Conflitto Nazionali e Frode alla Legge: il Caso Centros*, in *Riv. Dir. Internaz.* 2000.
- Ghisolfi B., *Manuale di Educazione Finanziaria*, con Prefazione di Antonio Patuelli, Aragno (Torino), 2014.
- Gigerenzer G. e Hoffrage V., *How to Improve Bayesian Reasoning without Instruction: Frequency Formats*, *Psychological Review*, 102, pp. 684-704. 1995.
- Gigerenzer G. e Selten R., *Bounded Rationality: The Adaptive Toolbox*, Dahlem Workshop Reports, Cambridge, MA: The MIT Press, 2001.
- Gigerenzer G., Todd P. M. e il ABC Research Group, *Simple Heuristics That Make Us Smart*, Oxford: Oxford University Press, 1999.
- Gilovich T. e Griffin D., *Introduction: Heuristics and Biases: Then and Now*, in Thomas Gilovich, Dale Griffin, and Daniel Kahneman, eds. *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge University Press, 2002.
- Gilovich T., Griffin D. e Kahneman D., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
- Gilovich T., Griffin D. W. e Kahneman, D., *Heuristics and Bias*, Russell Sage Foundation (New York, NY), 2002.
- Gilovich T., *How We Know What Isn't So: The Fallibility of Human Reason in Everyday Life*, New York: The Free Press, 1991.

- Go C., Varcoe K., Eng T., Pho W. e Choi L., *Money Savvy Youth: Evaluating the Effectiveness of Financial Education for Fourth and Fifth Graders*, Working Paper 2012-02, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2012.
- Grimes P. W., Rogers K.E. e Smith R.C., *High School Economic Education and Access to Financial Services*, *Journal of Consumer Affairs* 44(2), pp. 317-335, 2010.
- Grinblatt M. e Keloharju M., *What Makes Investors Trade?*, *The Journal of Finance*, 56(2), 2001.
- Grinblatt M., Titman S. e Wermers R., *Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior*, *The American Economic Review*, 85(5), 1995.
- Grody A. D., Grody D., Kromann E. e Sutliff J., *A Financial Literacy and Financial Services Program for Elementary School Grades - Results of a Pilot Study*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1132388> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1132388>, 2008.
- Guala F., *Filosofia dell'Economia. Modelli, Casualità, Previsione*, Il Mulino (Bologna), 2006.
- Guiso L. e Jappelli T., *Financial Literacy and Portfolio Diversification*, European University Institute, working paper n. 38, 2008.
- Guiso L. e Jappelli T., *Financial Literacy and Portfolio Diversification*, Centre for studies on Economics and Finance, Working paper, n.212, 2009.
- Guiso L. e Zingales L., *Perché è Necessaria Un'agenzia a Difesa dei Risparmiatori*, Il Sole 24 Ore, 2016.
- Guiso L., *Dopo la Crisi Finanziaria le Nuove Strategie di Investimento delle Famiglie*, in ABI-Ania L'industria finanziaria del risparmio in Italia dopo la crisi, (a cura di) P. Garonna G. Sabatini, Bancaria Editrice, Roma, 2010.
- Guiso L., *Educazione Finanziaria e Scelte Finanziarie*, in *Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide*, Bancaria Editrice, 2011.
- Guiso L., *Quanto è Grande il Mercato dell'usura?*, in Banca d'Italia, "Temi di discussione", n. 260, 1995.
- Hackett A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial Advisors: A Case of Babysitters?*, CEPR Discussion Paper 7235, 2009.
- Hanna S.D., M. Gutter e J. Fan, *A Theory Based Measure of Risk Tolerance*, Columbus, OH: The Ohio State University, Department of Consumer and Textiles Science, 1998.
- Harrison G. W. e Rutstrom E. E., *Expected Utility Theory and Prospect Theory: One Wedding and a Decent Funeral*, *Experimental Economics*, 12(2), 2009.

- Hefrin H., *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Financial Management Association Survey and Synthesis Series. Boston, MA: Harvard Business School Press, 2000.
- Hinojosa T., Miller S., Swanlund A., Hallberg K., Brown M. e O'brien B., *The Stock Market Game Study: A Brief Report*, DC: Learning Point Associates, http://www.learningpt.org/smg/SMG_Study.pdf, 2008.
- Hirshleifer D. e Teoh S. H., *Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis*, Wiley, US, 2003.
- Hirt E. R., Kardes F. R. e Markman K. D., *Activating a mental simulation mind-set through generation of alternatives: implications for debiasing in related and unrelated domains*, Elsevier, 2003.
- Hogarth J. M., Beverly S. G. e Hilgert, M. A., *Patterns of Financial Behaviors: Implications for Community Educators and Policymakers*. Paper presentato alla Conferenza Federal Reserve System Community Affairs Research Conference, Washington, DC, 2003.
- Holt C.A. e S.K. Laury, *Risk Aversion and Incentive Effects*, American Economic Review, n. 92, pp. 1644-1655, 2002.
- Holtgrave D. e Weber E. U., *Dimensions of Risk Perception for Financial and Health Risks*, Wiley US, 1993
- Holzhauser H.M. e R.W. McLeod, *Five Factors Model for Measuring Financial Risk Tolerance*, working paper, September 1, 2009.
- Hong H., Lim T. e Stein J.C., *A United Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets*, The Journal of Finance, 54(6), 1999.
- Hong H., Lim T. e Stein J.C., *Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Portability of Momentum Strategies*, the Journal of Finance, 55(1), 2000.
- Horvath P. e Zuckerman M., *Sensation Seeking, Risk Appraisal and Risky Behavior*, Personality and Individual Differences, 14, pp. 41-52, 1993.
- Huang and Hsu (2011), cit. presso Atkinson A. Messy F., Rabinovivh L. e Yoong J., *Financial Education for Long-term Savings and Investments: Review of Research and Literature*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n. 39, OECD Publishing, Paris, 2015.
- Huberman G., *Familiarity Breeds Investment*, the Review of Financial Studies, 14(3), 2001.
- Iconomix, *Éducation Financière: dossier*, www.iconomix.it, 2014.

- Iezzi S., *Investors' Risk Attitude and Risky Behavior: a Bayesian Approach with Imperfect Information*, Working Paper n.692 per Banca d'Italia, 2008.
- Indolfi M., *La Tutela degli Investitori Rispetto ai Conflitti d'interesse degli Intermediari Quale Bene Primario nella Fattispecie al Vaglio della Cassazione*, in *La responsabilità civile*, n. 3, 2012.
- International Organization of Securities Commissions, Education and Training Team, *Investor Education: An Analysis of IOSCO Member Websites and Web-Based Information*, 2012 e *Report on Investor Education Initiatives Relating to Investment Services: IOSCO Report*, 2013 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD404.pdf>).
- International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation* (June 2010), online: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.
- International Organization of Securities Commissions, Technical Committee, *Principles on Point of Sale Disclosure* (Final Report, February 2011), online: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD343.pdf>.
- IOSCO, Education and Training Team, *Investor Education: An Analysis of IOSCO Member Websites and Web-Based Information* (Report, June 2012); IOSCO, *Report on Investor Education Initiatives Relating to Investment Services: IOSCO Report* (Report, February 2013), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD404.pdf>.
- IOSCO, Emerging Markets Committee, *Investor Education: Report from the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions* (Report, October 2002), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD140.pdf>.
- IOSCO, Media Release, IOSCO/MR/24/2013, *IOSCO Board focuses on behavioural economics and social media*, 2013, online: <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS286.pdf>.
- IOSCO, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2013, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359.pdf>.
- IOSCO, *Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy IOSCO*, Final report FR09/14, 2014.
- IOSCO, Technical Committee, *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators: Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions* (Report, March 2001), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD117.pdf>.

- Jensen E., *Brain-based learning: The new paradigm, of teaching* (2nd ed.), Thousand Oaks, CA: Corwin Press, 2008.
- Jensen R. T. e Miller N. H., *Giffen Behavior and Subsistence Consumption*, *American Economic Review*, 98(4): 1553-77, 2008.
- Johnson E. e Sherraden M. S., *From Financial Literacy to Financial Capability Among Youth*, Working Paper 06-11, *Journal of Sociology and Social Welfare*, 2006.
- Jolls C., Sunstein C.R. e Thaler R.H., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *Stanford Law Review*, 1998.
- Kagel J. H. e Roth, A. E., *The Handbook of Experimental Economics*, Princeton University Press (Princeton, NJ), 1995.
- Kahneman D. e Riepe M.W., *Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences and Biases Advisor Should Know About*, *Journal of Portfolio Management*, 24, pp. 1.21, 1998.
- Kahneman D. e Tversky A., *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*, *Journal of Risk and Uncertainty*, 1992.
- Kahneman D. e Tversky A., *Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model*, *the Quarterly Journal of Economics*, 1991.
- Kahneman D. e Tversky A., *Rational Choice and the Framing of Decisions*, *the Journal of Business*, 1986.
- Kahneman D. e Tversky A., *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, *Science*, 211(4481), 1981.
- Kahneman D. e Tversky A., *Availability: a Heuristic for Judging Frequency and Probability*, in *Cognitive Psychology*, 5, 1973.
- Kahneman D. e Tversky A., *Choice, Values, and Frames*, Cambridge University Press (Cambridge, UK), 2000.
- Kahneman D. e Tversky A., *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, vol. 185, n. 4157, 1974.
- Kahneman D. e Tversky A., *On the Reality of Cognitive Illusions*, *Psychological Review*, 103(3), 1996.
- Kahneman D. e Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 47, pp. 263-292, 1979.

- Kahneman D., Hirshleifer D. e Subrahmanyam A., *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, *The Journal of Finance*, 53(6), 1998.
- Kahneman D., Knetsch J. L. e Thaler R. H., *Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias*, *the Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 1991.
- Kahneman D., Knetsch J. L. e Thaler R. H., *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, *Journal of Political Economy*, 98(6), 1990.
- Kahneman D., *Pensieri lenti e veloci*, Saggi Mondadori, Milano 2011.
- Kahneman D., Slovic P. e Tversky A., *Heuristics and Biases*, Cambridge University Press (New York, NY), 1982.
- Kahneman D., Slovic P. e Tversky A., *Judgment Under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge University Press (Cambridge), 1982.
- Kimball, M., Sham, C., e Shapiro, M., *Risk Preferences in the PSID: Individual Imputations and Family Covariation*, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 99, 363-368, 2009.
- Klapper L., Lusardi A. e Van Oudheusden P., *Financial Literacy Around the World*, Insights From The Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey, <http://www.finlit.mhfi.com>, 2015.
- Klemetn J., Wacker T e Weisser V., *Finanza Comportamentale*, UBS Wealth Management Research, 2008.
- Lakonishok J., Shleifer A. Vishny R. W., *Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk*, *the Journal of Finance*, 49(5), 1994.
- Landvogn K., *Critical Financial Capability*, paper presentato alla conferenza Financial Literacy, Banking and Identity Conference, RMIT University, 25-26 Ottobre, (<http://mams.rmit.edu.au/cwt46mna0lofz.pdf>), 2006.
- Landvogn K., *Critical Financial Capability: Developing an Alternative Model*, Victoria: Good Sheperd Youth & Family Service, 2006.
- Lanzoni P., *Attitudini e Comportamenti Previdenziali degli Individui: le Indicazioni Emergenti da Alcune Indagini sul Risparmio*, in *Banca, impresa e società*, A. XXVI, n. 1, 2007.
- Larrick R.P., Morgan J.N. e Nisbett, R.E., *Teaching the Use of Cost-Benefit Reasoning in Everydaylife*, *Psychological Science*, 1, 362-370, 1990.
- Le Bon G., *The Crowd: A Study of the Popular Mind*, London: T. Fisher Unwin, 1896.

- Learning Point Associates, *The Stock Market Game Study: Brief Report*, (http://www.learningpt.org/smg/SMG_Study.pdf), 2009.
- Lee C. M. C. e Swaminathan B., *Price Momentum and Trading Volume*, the Journal of Finance, 55(5), 2000.
- Lee K. e Ashton M. C., *Psychometric Properties of the HEXACO Personality Inventory*, Multivariate Behavioral Research, 39, 329-358, 2004.
- Legrenzi P., *I soldi in testa, Il Risparmio al Sicuro Dalle Emozioni: 100 Lezioni di Finanza Comportamentale*, pubblicazione a cura di Swiss & Global Asset Management Italia, 2012-2015.
- Legrenzi P., *I Soldi in Testa: Psicoeconomia della vita Quotidiana*, Laterza, Milano, 2011.
- Legrenzi P., *Psicologia e Investimenti Finanziari. Come la Finanza Comportamentale Aiuta a Capire le Scelte di Investimento*, Il Sole 24 Ore libri 2006.
- Lener R. e Lucantoni P., *Misselling derivatives: le posizione del Bundesgerichtshof e della High Court of Justice in merito ai doveri di trasparenza dell'intermediario nella negoziazione di derivati nella prospettiva del regolamento EMIR*, in *Dir. banc.*, 2013, I, p. 364 – 392
- Lener R. e Lucantoni P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo? Paper* presentato per la discussione in occasione del convegno su “La protezione dei soggetti deboli fra Equità ed Efficienza”, organizzato dall’ODC, Organizzazione dei Professori italiani di Diritto commerciale, Roma, 10 febbraio 2012, Università di Roma Tre.
- Lener R., *Strumenti Finanziari e Servizi di Investimento. Profili Generali*, Banca borsa tit. cred., 1997.
- Lichtenstein S. e Slovic P., *The Construction of Preferences*, Cambridge University Press (New York, NY), 2006.
- Lichtenstein S. e Slovic P., *The Construction of Preferences*, Cambridge University Press (New York, NY), 2006.
- Linciano N. e Soccorso P., *La Rilevazione della Tolleranza al Rischio degli Investitori Attraverso il Questionario*, discussion paper n. 4, CONSOB, 2012.
- Linciano N., *Errori Cognitivi e Instabilità delle Preferenze nelle Scelte di Investimento dei Risparmiatori Retail*, Quaderni finanza della CONSOB, 1, 2010.
- Linciano N., *Finanza Comportamentale. Scelte di investimento e Implicazioni per la Vigilanza*, slide CONSOB 2013.

- Linciano N., *La Consulenza Finanziaria tra Errori di Comportamento e Conflitti di Interesse*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2012.
- Linciano N., *Le Distorsioni Comportamentali e la Consulenza Finanziaria*, *Analisi giuridica economica*, 2012.
- Lo Conte M., *L'Accademica della Valigia: la Lunga Strada di Annamaria Lusardi per Spingere l'Educazione Finanziaria*, Il Sole 24 Ore, 2015.
- Loewenstein G., Read D. e Baumeister R., *Time and Decision: Economic and Psychological Perspectives on Intertemporal Choice*, Russell Sage Foundation (New York, NY), 2003.
- Loewenstein G.F., E.U. Weber, C.K. Hsee e E.S. Welch, *Risk as Feelings*, *Psychological Bulletin*, n. 127, pp. 267-286, 2001.
- Loewenstein G.F., E.U. Weber, C.K. Hsee e E.S. Welch, *Risk as Feelings*, *Psychological Bulletin*, n. 127, pp. 267-286, 2001.
- Lopes L., *Between Hope and Fear: the Psychology of Risk*, *Advances in Experimental Social Psychology*, pp. 255-295, 1987.
- Lucantoni P., *Efficienza dell'infrastruttura post-negoziante e protezione degli investitori nella regolamentazione EMIR sugli strumenti derivati OTC*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014.
- Lucantoni P., *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in *Banca, borsa, tit. cred.* II, 2009, p. 76-88.
- Lucantoni P., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari*, in *I Contratti del Mercato Finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2^a ed, tomo 1°, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 239-278.
- Lucantoni P., *Le Regole di Condotta*, in R. Lener, *Il Diritto del Mercato Finanziario. Saggi*, Utet, Torino, 2011, pp. 117-156.
- Lucarelli C. e Brighetti G. (a cura di), *Risk Tolerance in Financial Decision Making. The economics and the neuroscience perspective*, Palgrave Macmillan, UK, 2010.
- Lucarelli C., *Consulenza e Tolleranza al Rischio: Vantaggi e Limiti dell'Autoprofilazione*, in Oriani M. e B. Zanaboni, *La Consulenza Finanziaria*, ed. Il Sole24Ore, 2011.

- Lusardi A. e Mitchell S. O., *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing*, Netherlands Central Bank, Research Department, working paper n. 78 (<http://ideas.repec.org/p/dnb/dnbwpp/078.html>), 2006.
- Lusardi A. e Mitchell S. O., *Financial Literacy Around the World: an Overview*, Netspar discussion paper n. 2, 2011.
- Lusardi A. e Mitchell S. O., *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, Working Paper 18952, NBER, 2013.
- Lusardi A., *Financial Literacy: an Essential tool for Informed Consumer Choice?*, Working Paper 14084, NBER, 2008.
- Lusardi A., *Household Saving Behavior: the Role of Financial Literacy. Information and Financial Education Programs*, Working Paper 13824, NBER, 2008.
- Lusardi A., Keller P. A. e Keller A. M., *New Ways to Make People Save: a Social Marketing Approach*, Working Paper 14715, NBER, 2009.
- Lusardi A., Mitchell S. O. e Curto V., *Financial Literacy among the Young*, The Journal of Consumer Affairs, Vol. 44, n. 2, pp. 358-379, 2010.
- Lusardi A., *Overcoming the Saving Slump. How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*, Chicago, University of Chicago Press, 2008.
- Lusardi A., *Saving and the Effectiveness of Financial Education*, in “Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioural Finance”, Mitchell, O.S., Utkus, S.P. ed., Oxford University Press, 2004.
- Lyons A. C., Chang Y. e Scherpf E. M., *Translating Financial Education into Behavior Change for Low-Income Populations*, in Financial Counseling and Planning, 17(2), 27-45, 2006.
- Lyons A. C., *Financial Education and Program Evaluation: Challenges And Potentials For Financial Professionals*, in Journal of Personal Finance, 4(4), 56-68, 2005.
- MacGregor D. G., Slovic P., Dreman D. e Berry M., *Imagery, Affect, and Financial Judgment*, in the Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 1, 2000
- MacGregor D.G. e P. Slovic, *Perception of financial risk: A survey study of advisors and planners*, Journal of Financial Planning, 12, 68-79, 1999.
- Mandell L. e Klein L. S., *Motivation and financial literacy*, Financial Services Review, 16, 105-116, 2007.

- Mandell L. e Schmid Klein L. S., *The Impact of Financial Literacy Education on Subsequent Financial Behavior*, in *Journal of Financial Counseling and Planning*, 20(1), 15-24, 2009.
- Mandell L., *Financial Literacy: Are We Improving? Results of the 2004 National Jump Start Survey*, Washington (D.C.): Jumpstart Coalition, 2004.
- Mandell L., *Financial Literacy: Improving Education Results of the 2006 National Jump\$tart Survey* Washington, D.C.: Jumpstart Coalition, 2006.
- Mangiatoridi B. e Rinaldi A., *Le Regole della Buona Educazione Finanziaria*, in *La voce.info*, consultabile in www.lavoce.info.
- Marchisio E., *Sulle "Funzioni" del Diritto Privato nella Costituzione Economica fascista*, Macerata, CEUM, 2007, anche in <http://archiviodigitale.unimc.it/bitstream/10123/523/1/Marchisio.pdf>.
- Marro E., *Abc della Finanza, perché Togo e Zambia Battono l'Italia*, articolo da *Il Sole 24 Ore*, 2015.
- Mason C. e Wilson R., *Conceptualising Financial Literacy*, Business School Research Paper, Loughborough, 2000.
- Mccormick M., *The Effectiveness of Youth Financial Education: A Review of the Literature*, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 20(1), pp. 70-83, 2009.
- Megale G. e Sorgi S., *Giovani e Budgeting Finanziario*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Megale G. e Sorgi S., *Guida all'Educazione Finanziaria. Istruzioni per un Corretto Uso della Finanza Personale*, Il Sole 24 Ore Libri, 2010.
- Meier S. e Sprenger C., *Discounting Financial Literacy: Time Preferences and Participation in Financial Education Programs*, IZA Discussion Papers n. 3507, 2008.
- Meli V., *L'applicazione della Disciplina delle Pratiche Commerciali Scorrette nel "Macrosettore Creditizio e Assicurativo"*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011.
- Menon M. e F. Perali, *Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What Can We Learn for the MiFID Directive?*, *Quaderni di Finanza CONSOB*, n. 68, 2011.
- Mieli S., *La Strategia della Banca d'Italia per rafforzare il rapporto fiduciario tra banche e clientela*, in *Bancaria*, n. 4, 2009.
- Milgram S., *Obedience to Authority: an Experimental View*, Harper & Row, New York, 1974.

- Miller M., *PISA Data on Financial Literacy: Unanswered Questions on Developing Financial Skills for the Broad Student Population*, the World Bank, 2014.
- Miller M., Reichelstein J., Salas C. e Zia B, *Can You Help Someone Become Financially Capable? A Meta-Analysis of the Literature, A Meta-Analysis of the Literature*, World Bank Policy Research Working Paper n. 6745, 2014.
- Minervini E., *La Trasparenza Contrattuale*, in *I Contratti*, n. 11, 2011.
- Minervini G., *La CONSOB. Lezioni di diritto del Mercato Finanziario*, Napoli, 1989.
- Minović M., Milovanović M. e Starcevic D., *Literature Review in Game-Based Learning*, in: Lytras, M., Ruan, D., Tennyson, R., Ordonez De Pablos, P., García Peñalvo, F., Rusu, L., Eds., *Information Systems, E-learning, and Knowledge Management Research*, vol. 278, ed: Springer Berlin Heidelberg, pp. 146-154, 2013.
- Montier J., *Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets*, John Wiley and Sons (Hoboken, NJ), 2000.
- Morera U. e Marchisio E., *Finanza, mercati e regole ... ma soprattutto persone*, *Analisi Giuridica dell'economia*, 2012.
- Morera U., *Legislatore Razionale Versus Investitore Irrazionale: Quando chi Tutela non Conosce il Tutelato*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, 2009.
- Morlino S., *La Product Governance nel Nuovo Regime MiFID 2*, *Servizi Bancari e Finanziari*, Studio Legale Tributario – EY, reperibile su www.bancario.it.
- Motterlini M. e Guala F., *Economia cognitiva e sperimentale*, Università Bocconi Editore (Milano), 2005.
- Motterlini M., *Economia Emotiva. Che Cosa si Nasconde Dietro i Nostri Conti Quotidiani*, Bur Rizzoli, 2009.
- Motti C., *Il Mercato come Organizzazione*, in *Banca Impresa Società*, 1991.
- Mundy S., *Financial Education Programmes in Schools*, in *OECD-US Treasury*, 2008.
- Mussweiler T., Strack F. e Pfeiffer T., *Overcoming the Inevitable Anchoring Effect: Considering the Opposite Compensates for Selective Accessibility*, Universität Würzburg, 2000.
- Nanula R. e Trifilidis M., *L'Educazione Finanziaria: Problemi e Prospettive*, in *Banca, impresa e società*, n. 2, 2009.
- Natixis Global Asset Management, *Global Survey of Individual Investors, Cautions, Conflicted, Needed Guidance*, 2014.

- Natixis Global Asset Management, *Global Survey of Individual Investors*, Investor Insights Series, *Close Enough Isn't Good Enough: Investor Expectations And The Need For Concrete Financial Plans*, 2015.
- Nofsinger J. R. e Sias R. W., *Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors*, the Journal of Finance, 54(6), 1999.
- Nofsinger, J. R., *The Psychology of Investing*, Prentice Hall (Upper Saddle River, NJ), 2002.
- Novarese M., *Educazione Finanziaria e Regolamentazione: Riflessioni di Economia Cognitiva*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, 2012.
- O'Connell A., *Evaluating the Effectiveness of Financial Education Programmes*, in OECD-US Treasury, 2008.
- Odean T., *Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?*, The Journal of Finance, 53(5), 1998.
- Odean T., *Do Investors Trade Too Much?*, The American Economic Review, 89(5), 1999.
- OECD PISA 2012 Results: *Students and Money: Financial Literacy Skills for the 21st Century* (Volume VI), OECD Publishing, Paris, 2012.
- OECD PISA 2012, *Financial Literacy Assessment Framework*, OECD Publishing, Paris, 2012.
- OECD- US Treasury, *International Conference on Financial Education, Taking Financial Literacy to the Next Level: Important Challenges and Promising Solutions* (vol. I e vol. II), Washington DC, May 7-8, 2008.
- OECD, *Advancing National Strategies for Financial Education*, a joint publication by Russia's G20 Presidency and the OECD, 2015.
- OECD, *Financial Literacy and Consumer Protection: Overlooked Aspects of the Crisis*, 2009.
- OECD, *Improving Financial Education and Awareness on Insurance and Private Pensions*, 2008.
- OECD, *Improving Financial Education Effectiveness Through Behavioral Economics*, OECD Key Findings and Way Forward, 2013.
- OECD, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, 2005.
- OECD, *Measuring Financial Literacy: Questionnaire and Guidance Notes for Conducting An Internationally Comparable Survey of Financial Literacy*, OECD INFE, Paris 2011.
- OECD, *Policy Handbook On The Implementation Of National Strategies For Financial Education*, OECD 2015.

- OECD, *Programme for International Students Assessment (PISA)*, Risultati Pisa 2012, Alfabetizzazione Finanziaria, Nota Paese, Italia.
- OECD, *Recommendation of the Council on Good Practices on Financial Education and Awareness Relating to Credit*, 2009.
- OECD, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.
- OECD, *Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy*, Final Report FR09/14, 2014.
- OECD, *Strategic Response to the Financial and Economic Crisis-Contribution to the Global Effort*, 2009.
- OECD/INFE, *Current Status of National Strategies For Financial Education*, OECD/INFE Comparative Analysis and Relevant Practices, Relazione 2012.
- OECD/INFE, *Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion*, OECD Publishing, Paris 2015.
- OECD/INFE, *Toolkit to Measure Financial Literacy and Inclusion Guidance, Core Questionnaire and Supplementary Questions, Financial Literacy*, G20 2013.
- OECD-INFE, *Guide to Evaluating Financial Education Programmes*, OECD Publishing, Paris, 2010.
- OECD-INFE, *Guidelines on Financial Education at School and Guidance on Learning Framework*, OECD Publishing, Paris, 2010.
- OECD-US, Treasury International Conference on Financial Education, *Taking Financial Literacy to the Next Level: Important Challenges and Promising Solutions*, Washington D.C., 2008.
- Ogus A., *Regulation: Legal Form and Economic Theory*, Oxford, Clarendon Press: The Clarendon Law Series, 1994.
- Olivero N. e Russo E., *Psicologia dei consumi*, McGraw-Hill, Milano, 2009
- Olsen R.A., *Investment risk: The experts' perspective*, Financial Analysts Journal, marzo/aprile, 62-66, 1997.
- Onza M. e Salamone L., in *Prodotti, Strumenti Finanziari, Valori Mobiliari ...*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, p. 567., 2009.
- Ottaviani M., *The Economics of Advice*, 2000, www.citeseerx.ist.psu.edu.
- Paracampo M. T., *Educazione Finanziaria e Protezione dei Risparmiatori: Miti e Realtà*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2, 2010.

- Paracampo M. T., *Gli Obblighi di Adeguatezza nella Prestazione di Servizi di Investimento*, in Banca borsa tit. cred., II, 2007.
- Paracampo M. T., *Il Ruolo dell'Educazione Finanziaria nella Recente Disciplina del Mercato Finanziario*, in Rivista di Diritto Bancario, Giugno 2011.
- Paracampo M. T., per ASCOSIM, *La Revisione della MiFID e degli Scenari della Consulenza Finanziaria in Italia*, 2° Forum Nazionale della Consulenza Finanziaria, Milano, 2012.
- Paulos J. A., *Un Matematico Gioca in Borsa*, Garzanti libri (Milano), 2004.
- Pellegrini M., *Giurisdizione, Diritto ed Inaccettabile "Compensazione Sociale"*, in Mondo Bancario, fascicolo 6, p. 22 ss., 2005.
- Pellegrini M., *Brevi Note sulla Vexata Quaestio dei Bonds Argentini*, in Banca Borsa e Titoli di Credito fascicolo 2, p. 686 ss., 2005.
- Pellegrini M., *Il Controllo sugli Intermediari Finanziari Non Bancari. Aspetti Problematici ed Orientamenti Giurisprudenziali*, in Banca borsa e titoli di credito, 2006.
- Pellegrini M., *Le Controversie in Materia Bancaria e Finanziaria. Profili definitivi*, CEDAM Padova, 2008.
- Pellegrini M., *Le Imprese di Investimento*, Cap. XI, Sez. I, in Capriglione F., *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM (Padova), 2010.
- Pellegrini M., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari nella Prestazione dei Servizi di Investimento*, in L'Ordinamento Finanziario Italiano, a cura di F. Capriglione, Padova, 2010.
- Pellegrini M., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari nella Prestazione dei Servizi di Investimento*, in *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, AA. VV. a cura di Capriglione Francesco, CEDAM, Padova 2015.
- Pellegrini M., *Regole di Comportamento e Responsabilità degli Intermediari*, in Capriglione F., *I Contratti dei Risparmiatori*, Giuffrè (Milano), 2013.
- Peng T. C. M., Bartholomae S., Fox J.J. e Cravener G., *The Impact of Personal Finance Education Delivered in High School and College Courses*, Journal of Family and Economic Issues, 28(2), 265-284, 2007.
- Perrone A., *Informazione al Mercato e Tutele dell'Investitore*, Giuffrè (Milano), 2003.
- Perrone A., *La Responsabilità degli Intermediari: Tutela del Risparmiatore Incolpevole o "Copertura Assicurativa" per Investimento Sfortunato?*, Banca impresa società, 2008.

- Perrone A., *Servizi di Investimento e Regole di Comportamento. Dalla Trasparenza alla Fiducia*, in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. 1, p. 31, 2015.
- Pescarin C., *Financial Literacy: l'Educazione Finanziaria in Italia e nel Mondo*, tesi di laurea triennale, Università di Trento, relatore Prof. Franco Molinari, 2014.
- Pezzuto A., *Il Processo di Revisione della Normativa MiFID*, in Mondo bancario, n. gennaio/marzo 2014.
- Piattelli Palmarini M., *L'illusione di Sapere*, Mondadori (Milano), 1985.
- Pietrobon V., *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990.
- Plous S., *The Psychology of Judgment and Decision Making*, McGraw-Hill (New York, NY), 1993.
- Polak M., *Education Now Foundation*, in OECD-US Treasury, 2008.
- Polak M., *Edutainment for Financial Education: Poland's Experience*, OECD/U.S. Treasury International Conference on Financial Education, 2009.
- Polimanti P., *Crisi dei Mercati e Tutela del Risparmiatore. Il Ruolo dell'Educazione Finanziaria e del Servizio di Consulenza*, in Amministrazione in cammino, (a cura di Prof. G. Di Gaspare), 2012.
- Posner R.A., *Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law*, in Stanford Law Review, 1998.
- Poterba J. M. e Summers L. H., *Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications*, Journal of Financial Economics, 22(1), 1988.
- Pozzi E., *La Percezione del Risparmio e del Denaro nei Bambini*, www.ascuoladirisparmio.it, 2006.
- Pratt J. W., *Risk Aversion in the Small and in the Large*, Econometrica, 32(1/2), 1964.
- Prentice R. A., *The Economic Value of the Securities Regulation*, Cardozo Law Review, 28, p. 333, 2006.
- Prentice R. A., *The Inevitability of a Strong SEC*, Cornell Law Review, 91 p. 775, 2006.
- Proposta di legge n. 3647 Bernardo ed altri "Disposizioni per la promozione dell'educazione finanziaria", XVI Legislatura.
- Rabin M. e Thaler R. H., *Anomalies: Risk Aversion*, the Journal of Economic Perspectives, 15(1), 2000.
- Rabin M., *A perspective on psychology and economics*, European Economic Review, 46, pp. 647-685, 2002.
- Rabin M., *Risk Aversion and Expected-Utility Theory: A Calibration Theorem*. Econometrica, 68(5), 2000.
- Rangone N., *Errori Cognitivi e Scelte di Regolazione*, in Analisi giuridica dell'economia, n. 1, 2012.

- Raquel F. e Rodrik D., *Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty*, *The American Economic Review*, 81(5), 1991.
- Regolamento (UE) N. 1093/2010 DEL Parlamento Europeo E DEL Consiglio, 24 novembre 2010 (Autorità bancaria europea).
- Regolamento (UE) N. 1094/2010 DEL Parlamento Europeo E DEL Consiglio, 24 novembre 2010 (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali).
- Regolamento (UE) N. 1095/2010 DEL Parlamento Europeo E DEL Consiglio, 24 novembre 2010 (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati).
- Reiss D., *Message in Mortgage: What Dodd-Frank's "Qualified Mortgage" Tell us about Ourselves*, in Brooklyn Law School research paper, n. 264/2012, reperibile sul sito www.ssrn.com.
- Ricciardi V. e Simon H. K., *What is Behavioral Finance?*, *Business, Education and Technology Journal*, 2000.
- Ricciardi V., *The Financial Psychology of Worry and Women*, *SSRN Behavioral and Experimental Financial Journal*, 2008.
- Ricciardi V., *The Psychology of Risk: the Behavioral Finance Perspective*, *Investment Management*, 2007.
- Righini E., *Behavioural Law and Economics. Problemi di Policy, Assetti Normativi e di Vigilanza*, Franco Angeli (Milano), 2012.
- Righini E., *I Valori Mobiliari*, Giuffrè Milano, 1993.
- Rigoni U., *Finanza Comportamentale e Gestione Del Risparmio*, in *Studi di Economia degli Intermediari Finanziari*, G. Giappichelli Editore-Torino, 2006.
- Rinaldi E., *L'Educazione Finanziaria delle Nuove Generazioni*, *Consumatori diritto e mercato*, n.1 2011.
- Roberts H., *Measuring the Effects of the "Financial Fitness for Kids" Program for Early Elementary School Students in Chicago*, Center for Economic Education, working paper n. 18, 2008.
- Romagnoli A. e Trifilidis M., *Does financial education at school work? Evidence from Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* n. 155, 2013.
- Ronchini B., *Edutainment: Quali Prospettive per l'Educazione Finanziaria?*, *Minerva Bancaria*, *Rivista bancaria*, in corso di pubblicazione.
- Ronchini B., *L'Educazione Finanziaria*, in "Dizionario di microfinanza - Le voci del microcredito", (a cura di) G. Pizzo, G. Tagliavini, Carrocci Editore, 2013.

- Ronchini B., *La Cultura Finanziaria delle Donne*, Minerva Bancaria, Rivista bancaria, 2015.
- Roppo V., Sui Contratti del Mercato Finanziario, Prima e Dopo la MiFID, in Riv. Dir. Priv., 2008.
- Rordorf R., *La Tutela del Risparmiatore: Norme Nuove e Problemi Vecchi*, in *La distribuzione di prodotti finanziari, bancari e assicurativi. Nuove regole e problemi applicativi*, in (a cura di) A. Antonucci – M.T. Paracampo, Atti del Convegno tenutosi a Bari il 9 novembre 2007, Cacucci, 2008.
- Rossano D., *Le “Tecniche Cognitive” nei contratti di Intermediazione Finanziaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2011.
- Rossi Carleo L., *Codice del Consumo. Commentario*, (a cura di) Alpa e Rossi Carleo, 2005.
- Rossi Carleo L., *Il Diritto all’informazione: dalla Conoscibilità al Documento Informativo*, in Rivista di diritto privato, n. 2, 2004.
- Roszkowski M. J., G. Davey e J. E. Grable, *Insights from Psychology Psychometrics on Measuring Risk Tolerance*, Journal of Financial Planning, 4, 66-77, 2005.
- Rubaltelli E., *Psicologia dei mercati finanziari*, Giornale Italiano di Psicologia, 2006.
- Rumiati R. e Bonini N., *Psicologia della Decisione*, Il Mulino (Bologna), 2001.
- Rumiati R., *Giudizio e Decisione*, Il Mulino (Bologna), 1990.
- Rumiati R., Rubaltelli E. e Mistri M., *Psicologia Economica*, Carocci Editore (Roma), 2008.
- Russo G., *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani: Famiglie e Imprenditori, Ripresa in Arrivo*, 2014.
- Russo G., *Indagine sul Risparmio e sulle Scelte Finanziarie degli Italiani. Risparmiatori, Classe Media: si torna a Guardare il Futuro*, 2015.
- Salamone L., *Unità e Molteplicità*, 1995, Giuffrè Milano e Righini E., *I Valori Mobiliari*, Giuffrè Milano, 1993.
- Salazar A.R., *Libertarian Paternalism and the Danger of Nudging Consumers*, King’s Law Journal: King’s College London Law Journal, 2012, reperibile sul sito www.ssrn.com.
- Salcuni M., *L’Educazione Finanziaria e Ambiti di Applicazione: dagli Investimenti Consapevoli alla Mitigazione del Fenomeno di Esclusione Finanziaria*, in *Le periferie dell’Educazione*, Anno III, n. 2/2013.

- Samuelson A., *Lifetime Portfolio Selection By Dynamic Stochastic Programming*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 51, n. 3, pp. 239-246, 1969.
- Samuelson W. e Zeckhauser R., *Status Quo Bias in Decision Making*, Journal of Risk and Uncertainty, 1988.
- Sartori F., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari. Disciplina e Forme di Tutela*, Giuffrè (Milano), 2004.
- Scozzari C., *Investimenti: gli Italiani si Credono Esperti ma sono Ignoranti*, La Repubblica, 2015.
- SDA Bocconi, School of Management, *Il Mutuo Casa, la Banca e il Cliente. Esigenze e Aspettative delle Famiglie Italiane tra Percezioni, Consulenza e Comunicazione*, Roma, 2007.
- Selden, G. C., *Psychology of the Stock Market: Human Impulses Lead To Speculative Disasters*. New York: Ticker Publishing, 1912.
- Selinger E. e Wbyte K. P., *Nudging Cannot Solve Complex Policy Problems*, in European Journal of Risk Regulation, 1/2012.
- Servizio Studi del Senato, Testi a Fronte dei Disegni di Legge, AA.SS. nn. 1288, 1477, 1593, 1626, e 1796, in materia di educazione finanziaria, gennaio 2010 n. 192, XVI legislature.
- Sewell M., *Behavioral Finance*, <http://www.behaviouralfinance.net/>, University of Cambridge, 2001.
- Shapira Z. e Venezia I., *Patterns of Behaviour of Professionally Managed and Independent Investors*, Journal of Banking and Finance, 25, pp. 1573-1587, 2001.
- Shefrin H., *A Behavioral Approach to Asset Pricing*, Academic Press (Burlington, MA), 2008.
- Shefrin H., *Behavioral Finance: Volumes 1, 2, and 3*, Edward Elgar (Northampton, UK), 2001, trad. *Finanza Aziendale Comportamentale*, Apogeo (Piacenza), 2007.
- Shefrin H., *Beyond Greed and Fear*, Harvard Business School Press (Cambridge, MA), 1999.
- Sherraden M. S., Johnson L., Guo B. e Elliott W., *Financial Capability in Children: Effects of Participation in a School-based Financial Education and Savings Program*, Journal of Family & Economic Issues, 32(3), pp. 385-399, 2011.
- Shiller R. J., *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, The American Economic Review, 71(3), 1981.
- Shiller R. J., *Euforia Irrazionale*, Il Mulino Editore (Bologna), 2000, da Shiller R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press (Princeton, NJ), 2000.

- Shleifer A., *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press (New York), 2000.
- Silvotti S., *Gli Effetti dell'Esclusione Finanziaria e l'Esigenza di una Finanza Alternativa: Alcune Riflessioni sul Microcredito*, in Riv. dottori comm., fasc. 2, 2010.
- Simon H. A. in *Un Modello Comportamentale di scelta Razionale*, 1955.
- Simon H.A., *A Behavioral Model of Rational Choice*, The Quarterly Journal of Economics, 69, 1, 99-118, 1995.
- Simon H.A., *Model of Bounded Rationality*, I-II, Mit Press (Cambridge (MA)), 1982; Id., *Scienza Economica e Comportamento Razionale*, trad. it. Edizioni di Comunità (Torino), 2000.
- Siu E., Koh N. e Wong J., *Evaluating the Effectiveness of Learning Financial Literacy through an Interactive Learning Journey*, <http://www.iises.net/wp-content/uploads/Wong.pdf>, 2013.
- Skelton S., *Edutainment – The Integration of Education and Interactive Television*, Napier New Zealand, July, 2001.
- Slovic P., *Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making*, Journal of Finance, 27, 779-799, 1972.
- Slovic P., *The Feeling of Risk*, Earthscan Publisher (London), 2010.
- Slovic P., *The Perception of Risk*, Earthscan Publisher (London), 2001.
- Slovic, P. et al., *The Affect heuristic*, in Thomas Gilovich, Dale Griffin, e Daniel Kahneman, eds. *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge University Press, pp. 397, 2002.
- Sorgi S., *Il Valore Sociale dell'Educazione Finanziaria*, in Educazione finanziaria di qualità, (a cura di) R. Ravaglia, Dossier, U&C n. 3, 2014.
- Sousa D. A., *How the Brain Learns: A Classroom Teacher's Guide (2nd ed.)*, Thousand Oaks, CA: Corwin Press, 2001.
- Standard & Poor's Ratings Services, Global Financial Literacy Survey, a cura di Klapper L., Lusardi A., Van Oudheusden P. e con il supporto di Jake Hess and Saniya Ansar, *Financial Literacy Around the World*, 2015.
- Stango V. e Zinman J., *Exponential Growth Bias and Household Finance*, Journal of Finance, 64, pp. 2807-2849, 2008.

- Starmer C., *Developments in Non-Expected Utility Theory: The Hunt for a Descriptive Theory of Choice under Risk*, Journal of Economic Literature, 38(2), 2000.
- Statman M. e Fisher K. L., *Consumer Confidence and Stock Returns*, Santa Clara University Dept. of Finance Working Paper n. 2, 2002, disponibile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=317304>.
- Statman M., Fisher K.L. e Anginer D., *Affect in a Behavioural Asset-Pricing Model*, Financial Analyst Journal, 64, pp. 20-29, 2008.
- Stella G., *Sviluppo Cognitivo. Argomenti di Psicologia Cognitiva*, Milano, 2000.
- Stigler G.J., *L'economia dell'informazione*, in Mercato, informazione, regolamentazione, Bologna, 1994.
- Sunstein C. R., *Behavioral Analysis of Law*, U. Chicago Law Review, 1997.
- Sunstein C. R., *Behavioral Law and Economic*, Cambridge University Press (New York, NY), 2000.
- Sunstein C. R., *Empirically informed regulation*, in University Chicago Law Review, 2011.
- Taleb N. N., *Il Cigno Nero: come l'improbabile Governa la Nostra Vita*, Il Saggiatore, Milano, 2009.
- Thaler R. H. e Sunstein, C. R., *Nudge*, Caravan (New York, NY), 2008.
- Thaler R. H., *Advances in Behavioral Finance: Volume 2*. Russell Sage Foundation (New York), 1993.
- Thaler R. H., *Mental Accounting and Consumer Choice*, Marketing Science, 4(3), pp. 199-214, 1985.
- Thaler R. H., *Mental Accounting Matters*, Journal of Behavioral Decision Making, 12(3), 1999.
- Thaler R. H., *Quasi-rational Economics*, Russell Sage Foundation (New York), 1994.
- Thaler R. H., *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1992.
- Thaler R. H., *Toward a Positive Theory of Consumer Choice*, Journal of Economic Behavior & Organization, 1(1), 1980.
- Thaler R.H. e Sunstein C.R., *Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*, New Haven 2008; trad. it. di A. Oliveri, *Nudge. La Spinta Gentile. La Nuova Strategia per Migliorare le Nostre Decisioni su Denaro, Salute, Felicità*, Milano 2009.
- Thaler R.H., Sunstein C.R. e Balz J.P., *Choice Architecture*, April 2, 2010, reperibile su www.ssrn.com.
- The European House Ambrosetti – Pattichiari, in Italia. *L'Aggiornamento della Rilevazione sul Livello di Cultura Finanziaria degli Italiani L'educazione Finanziaria: l'ICF PattiChiari*, 2010.

- The European House-Ambrosetti, *L'Educazione Finanziaria in Italia: La Prima Misurazione del Livello di Cultura Finanziaria degli Italiani*, Roma, Ambrosetti, 2008.
- The European House-Ambrosetti, *L'Educazione Finanziaria in Italia: Riflessioni e Proposte per Migliorare la Cultura Finanziaria del Paese*, in collaborazione con il Consorzio Patti Chiari, 2007.
- Trifilidis M., *L'Educazione Finanziaria: le Iniziative a Livello Internazionale*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, n. 2/2009.
- U.S. Securities and Exchange Commission, *Behavioral Patterns and Pitfalls of U.S. Investors: A Report Prepared by the Federal Research Division, Library of Congress under an Interagency Agreement with the Securities and Exchange Commission*, Washington, D.C., 2010, online: <http://www.sec.gov/investor/locinvestorbehaviorreport.pdf>.
- Ufficio Studi del Senato della Repubblica, *L'Educazione Finanziaria: Esperienze Internazionali a Confronto*, Dossier n. 135, 2009.
- Ufficio Studi Investimenti Finanziari, *L'Educazione Finanziaria: Costi ed Opportunità per il Sistema Economico e Finanziario*, in *Investimenti Finanziari*, Trimestrale Indipendente di Risparmio e Finanza, n. 3, 2011.
- Urbani A., *Introduzione al libro IV, Titolo V, Aa. Vv., Commentario breve al Codice Civile*, a cura di Cian G., Padova, 2009.
- Van Rooji M., Lusardi A. M. e Alessie R., *Financial Literacy and Stock Market Participation*, NBER Working paper, n. 13565, 2007.
- Varian H. R., *Intermediate Microeconomics*, Boston, 2005.
- Vaughan P. W., Regis A. e St. Catherine E., *Effects of an Entertainment-Education Radio Soap Opera on Family Planning and HIV Prevention in St. Lucia*, *International Family Planning Perspectives*, Volume 26, Number 4, 2000.
- Vegas G., *Incontro Annuale con il Mercato Finanziario*, 14 maggio 2012, reperibile sul sito www.consob.it.
- Veld C. e Y.V. Veld-Merkoulova, *The Risk Perception of Individual Investors*, *Journal of Economic Psychology*, 29, pp. 226-252, 2008.
- Vella F., *La Finanza è Bella: Regole per Viverla Meglio*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2012.
- Veronesi P., *Stock Market Overreaction to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model*, *the Review of Financial Studies*, 1999.

- Visco I., *L'Educazione Finanziaria di Fronte alla Crisi*, in *Educazione finanziaria a scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Von Neumann J. e Morgenstern O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1944.
- Waddams C., *Consumer Choice and Rationality*, Intervento al convegno Consumer Protection in Europe, Firenze, 16 febbraio 2012.
- Walstad W., Rebeck K. e Macdonald R., *The Effects of Financial Education on the Financial Knowledge of High School Students*, *Journal of Consumer Affairs* 44, June, pp. 336-357, 2010.
- Wastiau P., Kearney C. e Van Den Berghe W., *How Are Digital Games Used in Schools*, disponibile all'indirizzo http://games.eun.org/upload/gis-full_report_en.pdf, 2009.
- Weber E. U., Anderson C. e Birnbaum M., *A Theory of Perceived Risk and Attractiveness*, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 52, n. 3, pp. 492-523, 1992, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1323463>.
- Weber E. U., Blais A.R. e Betz, N., *A Domain-Specific Risk-Attitude Scale: Measuring Risk Perceptions and Risk Behaviors*. *Journal of Behavioral Decision Making*, 15, 263-290, 2002.
- Weber M. e Welfens F., *Splitting the Disposition Effect: Asymmetric Reactions Towards "Selling Winners" and "Holding Losers"*, University of Mannheim, 2008.
- Wermers R., *Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices*, *the Journal of Finance*, 1999.
- Willis L. E., *Against Financial-Literacy Education*, *Iowa Law Review*, 94(1): 197- 285, 2008.
- Willis L. E., *Evidence and Ideology in Assessing the Effectiveness of Financial Literacy Education*, *San Diego Law Review*, 46(2): 415-458, 2009.
- Yaari M. E., *The Dual Theory of Choice under Risk*, *Econometrica*, 1987.
- Yook K.C. e Everett R., *Assessing Risk Tolerance. Questioning the Questionnaire Method*, *Journal of Financial Planning*, August, pp. 48-55, 2003.
- Zadra G., *L'Educazione Finanziaria come Motore di Sviluppo*, in *Bancaria*, n. 10, 2007.
- Zuckerman M., E.A. Kolin, L. Price e I. Zoob, *Development of a Sensation Seeking Scale*, *Journal of Consulting Psychology*, vol. 28 (6), 477-482, 1964.
- Zweig J., *Your Money and Your Brain*, Simon & Schuster (New York, NY), 2008.

SITOGRAFIA

www.adeimf.it/attivita/educazione-finanziaria.html

www.anasf.it

www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura_finanziaria/scuole/index.html

www.consob.it

www.dirittobancario.it

www.ec.europa.eu/internal_market/fesis/index.cfm

www.ecb.europa.eu/ecb/educational/html/index.it.html

www.educationinvestor.co.uk/default.aspx

www.educazioneassicurativa.it/

www.finacial-education.org

www.financial-education.org/home.html

www.financial-education.org/publications-materials-data.html

www.finanzacomportamentale.it

www.fin-lit-resources.org.uk

www.finrafoundation.org/resources/education/learning/index.html

www.ilsole24ore.com

www.iosco.org/investor_protection/?subsection=investor_education_gateway

www.oecd.org/finance/financial-education/

www.radio24.ilsole24ore.com/programma/salvadanaio/educazione-finanziaria-aiuta-capirne-102514-gSLA5f85N

www.radio24.ilsole24ore.com/programma/salvadanaio/educazione-finanziaria-aiuta-capirne-102514-gSLA5f85N

www.sorted.org.nz

www.theglobeandmail.com/globe-investor/investor-education

www.thepensionservice.gov.uk

RIASSUNTO

Nota a Riassunto: si è deciso di riportare l'indice senza i riferimenti di pagina corrispondente e di sintetizzare il contenuto preservandone lo scheletro originale. Sono state cancellate le tabelle, le figure, i grafici e le appendici. Nella bibliografia, tolta la sitografia, sono state privilegiate le pubblicazioni più recenti o quelle più significative.



Dipartimento di Economia e Finanza

Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari (Corso Progredito)

INVESTOR EDUCATION

**Orientamenti Dottrinali e *Case Study* per l'Elaborazione di
una Strategia Nazionale**

RELATORE

Ch.ma Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Michela Bernardini, 654881

CORRELATORE

Ch.ma Prof.ssa Paola Lucantoni

Anno Accademico 2015-2016

Investor Education: Orientamenti Dottrinali e Case Study per l'Elaborazione di una Strategia Nazionale

Indice

Introduzione

CAPITOLO PRIMO – Evoluzione Giuridica Nasce l'Investor Education

1.1.3 La Definizione dell'OCSE

1.1.4 La Definizione IOSCO. I *Network* per l'Educazione Finanziaria

1.4 La Regolazione Comunitaria e Nazionale

1.2.5 L'Oggetto degli Investimenti

1.2.6 Rassegna degli Orientamenti Giuridici

1.2.7 Le Regole di Condotta

1.2.8 Le Direttive MiFID I-II

1.5 Gli Interventi nel Settore. La Vigilanza

1.3.1 La CONSOB

1.3.2 Sviluppi Dottrinali di *Investor Education*

CAPITOLO SECONDO – Finanza Comportamentale

2.5 Origine e Sviluppi della Finanza Comportamentale

2.6 La Finanza Comportamentale e i Modelli Comportamentistici nel Diritto

2.2.3 Psicologia della Decisione

2.2.4 Le Novità in Letteratura

2.7 Decisioni Finanziarie Consapevoli e Fattori Psicologici

2.3.3 Acquisizione e Elaborazione delle Informazioni: *financial literacy*

2.3.4 Orizzonte Temporale, Definizione del Rischio e *Performance*

2.8 Le Innovazioni delle Tecniche Cognitive. Conclusioni

CAPITOLO TERZO – Investor Education

3.8 Definire l'Investor Education

3.1.4 Asimmetrie Informative

3.1.5 Il *Deficit* di Educazione Finanziaria

3.1.6 *Need of Protection*: Come si Trasmettono e Come si Percepiscono le Informazioni

3.9 Chi è l'investitore *Retail*

3.2.1 Risparmiatore – Investitore

3.10 L'*Investor Education*

3.3.4 Il Processo Decisionale

3.3.5 *Bias* Emotivi ed Errori Cognitivi

3.3.6 Aspetti Problematici dell'Educazione Finanziaria

3.11 Quali Informazioni Rilevare e Come. Il Ruolo della Trasparenza e del Rapporto di Fiducia

3.12 Cenni ai Programmi di Educazione Finanziaria: *Edutainment*, *Nudge* e *Empowerment*

3.13 Il Consulente e il Momento della Consulenza

3.14 Conclusioni

CAPITOLO QUARTO – Elaborare una Strategia Nazionale

4.4 Come Definire una Strategia Nazionale

4.1.1 Ipotesi Nazionale

4.1.1.1 L'*Audience Target*. La Fase di Implementazione

4.1.2 Cosa È Stato Fatto

4.1.2.2 Il Profilo dell'Investitore Italiano

4.1.3 Cosa Resta Da Fare

4.5 *Case Study*: Istituzioni e *Industry*

4.2.4 La CONSOB, la Banca d'Italia e la Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio

4.2.4.1 Opinioni a Confronto: CONSOB e Banca d'Italia

4.2.5 La Sitografia per L'Educazione Finanziaria

4.2.6 Conclusioni

4.6 *Investor Education* nel Resto del Mondo: Strategie Nazionali Efficaci

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

Il principale obiettivo del seguente elaborato è bipartito. Da un lato si è cercato di guardare all'importanza dell'educazione finanziaria nello scenario odierno. Si è inteso affinarne la definizione e calarla nelle problematiche che l'investitore si trova ad affrontare quando deve compiere una scelta di investimento. In secondo luogo si è voluto presentare quali possano essere le strade percorribili dal legislatore per l'elaborazione di una strategia nazionale, uniformemente condivisa, di *investor education*.

Il tema dell'educazione finanziaria ha affascinato gli studiosi di scienze sociali degli ultimi decenni per merito forse dello scarso *appeal* che essa esercita sulle masse di risparmiatori. Come viene ampiamente descritto nella trattazione, l'*investor education* può essere intesa come la nascita di competenze, di consapevolezza sulle opportunità e sui rischi del mondo finanziario, e come il compimento di scelte informate, complete e corrette per i propri risparmi. Continuare ad ostentare ignoranza nelle materie economico-finanziaria è palesemente controproducente e provoca conseguenze dannose a livello sociale macroscopico.

In Italia, il sistema finanziario, globalizzato e comprensivo delle modifiche funzionali e tecniche che gli sono state apportate, sembra essere ad oggi adeguato e solido³⁵². Nonostante ciò, esso risulta essere ancora piuttosto lacunoso e farraginoso in merito ai progetti di educazione finanziaria. Manca nel nostro sistema Paese un progetto concreto e questo probabilmente perché a monte manca una visione globale dell'importanza dello strumento educativo nel settore in esame. Ogni giorno i prodotti finanziari cambiano e diventano sempre più complessi, ma non viene fatto altrettanto con le conoscenze dei consumatori finali di questi prodotti, specialmente se *retail*. Gli individui, travolti da tante metamorfosi innovative e distruttive, come *crack* finanziari e crisi globali, preferiscono astenersi, allontanandosi sempre di più dall'interesse in questa materia, affidando i propri risparmi a investitori specializzati o istituti bancari. Per tale motivo, in molti paesi è maturata la consapevolezza e la volontà di un nuovo percorso legislativo e non incentrato sull'educazione finanziaria. L'Italia è candidata ad aggiungersi al novero di quei paesi.

I principali strumenti e fonti utilizzati sono state soprattutto quattro tipi di fonti informative sul tema dell'educazione finanziaria e delle esperienze progettuali esistenti:

5. I portali internazionali (vedasi Sitografia) su *investor education* e *financial literacy*;
6. I lavori di rassegna più significativi, in particolare quelli su scala internazionale. Questa ricerca si è fondata soprattutto *online*, tramite motore di ricerca Google;
7. La letteratura scientifica con evidenza empirica sulla valutazione dell'efficacia delle attività formative;
8. Una rilevazione qualitativa diretta, realizzata mediante una serie di interviste semi-strutturate ai referenti dei principali e più interessanti progetti italiani sul tema.

Infine, in corso di scrittura, l'approccio che si è inteso usare è stato di breve periodo. Si è preferito indugiare maggiormente sulle attività in corso e sulle previsioni sul prossimo futuro.

³⁵² Cfr. Ciocca P., *Il Modello Italiano di Intermediazione Finanziaria*, organizzato da Fondazione Cesifin Alberto Predieri e da Federazione Banche Assicurazioni e Finanza, 2014.

1.4 Nasce l'Educazione Finanziaria

L'educazione finanziaria può essere definita semplicemente come un insieme di competenze che dovrebbero essere trasmesse da un "docente" e acquisite e interiorizzate da un discente, quale l'investitore. Non si tratterebbe quindi di una mera disciplina, ma di una competenza di cittadinanza³⁵³. La validità di questo pensiero è implicita anche nello stretto legame tra investitore e risparmiatore. Le unità fondamentali dell'economia classica (*i.e.* le famiglie) sono le uniche a poter risparmiare, favorendo la creazione di un circuito virtuoso per l'allocazione delle risorse. Infatti: "Il risparmio è innanzitutto un valore etico, presuppone previdenza per il futuro, coscienza dei limiti umani, delle necessità e delle opportunità imprevedibili dell'essere umano e della famiglia, anche con la prospettiva della continuità generazionale. Il risparmio è, quindi, una virtù civile che può essere innata, o che può essere crescentemente appresa. Ma il risparmio non è solo un principio alto di comportamento, è inscindibilmente anche una consapevolezza culturale che deve essere sviluppata. Pertanto l'educazione finanziaria al risparmio non può essere data mai per scontata, è frutto di riflessione, di apprendimento, di razionalità, di attenzioni, di sensibilità"³⁵⁴.

L'educazione finanziaria nasce quindi con l'intenzione di sistematizzare le acquisizioni conoscitive della finanza comportamentale e applicarle alle occasioni di investimento degli individui.

OCSE e IOSCO forniscono delle definizioni e delle interpretazioni dell'educazione finanziaria, da cui deriva che essa possa essere intesa come la nascita di competenze, di consapevolezze sulle opportunità e sui rischi del mondo finanziario, e come il compimento di scelte informate, complete e corrette. L'educazione finanziaria si concentra più sulle informazioni a disposizione e sul grado di educazione in materia economica strettamente intesa. Invece "*investor literacy*" è soprattutto "*understanding ordinary investors have of market principles, instruments, organizations and regulations*"³⁵⁵. Molte altre istituzioni e *network* hanno riconosciuto l'importanza dell'educazione in materia economica dei cittadini; tra questi gli sforzi più significativi provengono dall'International Forum for Investor Education (IFIE), dall'International Network on Financial Education (INFE) e dall'International Financial Consumer Protection Network (FinCoNet).

³⁵³ Sull'emittente radiofonica del Sole24ore, si trova una bella intervista dall'edizione 2013 del Salone del Risparmio; in essa un dirigente scolastico di una scuola secondaria della Lombardia intende l'educazione finanziaria al pari dell'educazione civile, cioè come qualcosa di indispensabile e parte della quotidianità (<http://www.radio24.ilsole24ore.com/programma/salvadanaio/educazione-finanziaria-aiuta-capirne-102514-gSLA5f85N>).

³⁵⁴ Cfr. Ghisolfi B., *Manuale di Educazione Finanziaria*, con Prefazione di Antonio Patuelli, Aragno (Torino), 2014.

³⁵⁵ Cfr. *e.g.*, IOSCO, Technical Committee, *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators: Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions* (Report, March 2001), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD117.pdf>; IOSCO, Emerging Markets Committee, *Investor Education: Report from the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions* (Report, October 2002), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD140.pdf>; IOSCO, Education and Training Team, *Investor Education: An Analysis of IOSCO Member Websites and Web-Based Information* (Report, June 2012); IOSCO, *Report on Investor Education Initiatives Relating to Investment Services: IOSCO Report* (Report, February 2013), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD404.pdf>.

1.5 La Regolazione Comunitaria e Nazionale

L'apparato più sostanzioso inerente alle tematiche di *investor education* e più in generale di investitori e strumenti finanziari di cui possono disporre è in seno al regolatore comunitario che tramite direttive, regolamenti e opinioni fornisce gli orientamenti in essere.

Si passano in rassegna l'oggetto degli investimenti, dal più semplice al *full service*, i soggetti e gli orientamenti giuridici in merito a trasparenza e regole di condotta. Un paragrafo a parte è quello sulla MiFID e le sue implicazioni per l'educazione finanziaria.

1.6 Gli Interventi nel Settore. La Vigilanza

La disciplina della *behavioral law* e *behavioral economics* è relativamente recente. I continui studi sulla finanza comportamentale nell'interpretare il comportamento degli utenti nei mercati finanziari e gli scandali finanziari ha indotto i legislatori nazionali e gli *standard setter* internazionali a considerare gli indirizzi di policy anche sulla base dei risultati di diverse discipline: economia, psicologia e diritto. L'opportunità e l'ampiezza di questi interventi dirigitici e di vigilanza pubblica, considerati alternativamente paternalistici o non³⁵⁶. Ci sono dietro due punti di vista della regolazione su questo argomento, come su molti altri: da un lato il voler privilegiare l'autonomia privata degli operatori insieme a un regime di libera concorrenza fra regimi di regolamentazione differenti, dall'altro lato spingere per un rafforzamento dell'intervento pubblico sui mercati finanziari sulla cui necessità spingono gli stessi risultati della finanza comportamentale, in merito all'irrazionalità dei soggetti³⁵⁷. Allo stesso tempo non bisogna dimenticare il fisiologico rapporto di *agency* che sussiste tra qualsivoglia risparmiatore, azionista o investitore di ogni altro tipo di titolo rispetto alla figura dell'intermediario, manager e operatori professionali del mercato, che induce ad un potenziale e facilmente verificabile conflitto di interessi, soprattutto per quei soggetti con incapacità tecnica.

Si discute di seguito il ruolo e i mandati della CONSOB, come *authority* nazionale. Si conclude con gli sviluppi dottrinali di *investor education*. I principi di tutela e di *need for protection* nati a causa in gran parte delle asimmetrie informative sono in gran parte applicati con maggior chiarezza e attenzione nell'interesse del cliente (di cui ci si deve prendere cura) e per garantire l'integrità dei mercati. La "finanza comportamentale" ha spiegato i limiti del suo comportamento, attingendo dalla teoria e dall'evidenza della psicologia cognitiva (ossia lo studio dei processi di elaborazione delle informazioni); parallelamente l'*investor education* traccia un sentiero nella finanza comportamentale che dà indicazioni di policy appoggiandosi anch'essa a discipline sociali e medico-scientifiche³⁵⁸.

³⁵⁶ Cfr. Sunstein C. R., *Behavioral Analysis of Law*, U. Chicago Law Review, 1997.

³⁵⁷ Cfr. Per il caso americano Prentice R. A., *The Inevitability of a Strong SEC*, Cornell Law Review, 91 p. 775, 2006 e anche Prentice R. A., *The Economic Value of the Securities Regulation*, Cardozo Law Review, 28, p. 333, 2006.

³⁵⁸ Come la psicomètria, la tecnica per misurare a psicologia, che aiuta a quantificare psico-fisici delle scelte di investimento.

CAPITOLO SECONDO – Finanza Comportamentale

2.3 Origine e Sviluppi della Finanza Comportamentale

Per finanza comportamentale (in ingl. *behavioral finance*) si intende lo studio dell'influenza della psicologia sul comportamento dell'individuo e dei conseguenti effetti sul mercato. L'*investor behavior* esamina i fattori cognitivi, invero i processi mentali e affettivi - emozionali che i *traders*, o più semplicemente gli individui, generano durante la programmazione finanziaria. Tramite interdisciplinarietà, riversa in sé lo studio scientifico del comportamento e dei processi mentali, lo studio del comportamento sociale, individuale e di gruppo e la disciplina della produzione, dell'allocazione, e della gestione di risorse (problemi di ottimizzazione).

Schema 2.1 – *Recap*: sintesi storica delle più importanti tappe evolutive in letteratura



Fonte: elaborazione personale.

2.4 La Finanza Comportamentale e i Modelli Comportamentistici nel Diritto

La teoria delle finanza classica mette in primo piano il fatto che gli individui operino scelte avendo già acquisito e processato, secondo leggi probabilistiche, tutto il *set* informativo su mercati, emittenti, intermediari e prodotti (razionalità delle percezioni), avendo preferenze stabili e coerenti (razionalità delle preferenze) e potendo contare su un processo cognitivo di ottimizzazione delle risorse dati i vincoli di mercato (razionalità del processo)³⁵⁹. Tuttavia molte indagini hanno dimostrato come le ipotesi di razionalità siano un'astrazione accademica. Gli individui non si conformano ad un comportamento razionale ma sono sistematicamente influenzati da errori di preferenze e di ragionamento³⁶⁰. Nonostante tali “errori” siano incompatibili con il paradigma classico della razionalità delle scelte, essi sono tuttavia tipici, frequenti e spesso prevedibili, in

³⁵⁹ La vasta produzione letteraria in merito viene efficacemente sintetizzata in Linciano N., *Finanza Comportamentale, Scelte di Investimento e Implicazioni per la Vigilanza*, slide CONSOB, 2013 e in Gentile M., Linciano N., Lucarelli C. e Soccorso S., *Financial Disclosure, Risk Perception And Investment Choices. Evidence From A Consumer Testing Exercise*, Quaderni CONSOB n. 82, 2015. In quest'ultimo lavoro gli autori si focalizzano su un test da sottoporre ai consumatori in modo da investigare l'impatto delle informazioni finanziaria a disposizione sulla percezione del rischio e sulle decisioni di investimento.

³⁶⁰ A tal proposito, su tutti cfr. Motterlini M. e Guala F., *Economia cognitiva e sperimentale*, Università Bocconi Editore (Milano), 2005; Kahneman D., Slovic P. e Tversky A., *Judgment Under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge University Press (Cambridge), 1982; Kahneman D. e Tversky A., *Choices, Values and Frames*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000; Kahneman D., *Heuristics and Biases. The psychology of intuitive judgment*, Cambridge University Press (Cambridge), 2001. Per evidenziare in particolare lo scostamento del comportamento concreto degli investitori rispetto al paradigma neoclassico cfr. Simon H.A., *Model of Bounded Rationality*, I-II, Mit Press (Cambridge (MA)), 1982; Id., *Scienza Economica e Comportamento Razionale*, trad. it. Edizioni di Comunità (Torino), 2000.

quanto in gran parte conseguenti a vincoli biologici e cognitivi dell'essere umano³⁶¹. In letteratura questi scostamenti sono stati classificati come “euristiche” (*i.e.* scorciatoie mentali), con cui il decisore semplifica problemi di ottimizzazione complessa (per esempio, massimizzazione dei benefici, minimizzazione dei costi) nel caso di informazione incompleta e di *bias* (intesi come pregiudizi sulle decisioni) emotivi e/o precettivi (se ne approfondirà la conoscenza nel capitolo 3). La normativa in essere tiene conto dei diversi gradi di “irrazionalità” degli agenti che sicuramente non li rende dal punto di vista giuridico-tecnico incapaci di provvedere ai propri interessi³⁶² o di intendere e volere³⁶³, pur presentando un perturbamento delle facoltà intellettive o volitive tale da impedire un serio controllo del proprio comportamento e la formazione di una cosciente volontà³⁶⁴. L'irrazionalità così come la si è descritta è fisiologica, connaturata all'investitore senza che il contratto implichi errore, violenza o dolo. Tuttavia è necessario considerare anche i casi in cui il comportamento sia un “fatto colposo del creditore” che concorre a cagionare il danno.

2.5 Decisioni Finanziarie Consapevoli e i Fattori Psicologici

Le procedure di semplificazione che mette in atto il consumatore di servizi finanziari per far fronte alla complessità delle scelte di investimento e per ridurre il carico cognitivo delle informazioni da processare devono incastrarsi con la varietà di combinazioni possibili tra profilature di rischio e prodotti che possono essere offerti.

Di seguito si analizzano la *know your consumer rule*, per l'elaborazione delle informazioni da parte del consumatore e dell'intermediario, circa orizzonte temporale, definizione del rischio e *performance*.

2.6 Le Innovazioni delle Tecniche Cognitive. Conclusioni

Da molti secoli la scienza economica ha individuato alcune regole per la gestione di risparmio e investimento, regole che dalle teorie di razionalità perfetta e dal *reasonable investor* (investitore ragionevole, invece che razionale)³⁶⁵ si sono evolute fino all'investitore emotivo, con preferenze personali (preferenze temporali di allocazione delle risorse per esempio che attribuiscono maggiore o minore valore all'oggi piuttosto che agli investimenti futuri) e anche tratti emotivi peculiari. Infatti sebbene molte assunzioni sulle preferenze, sulla formulazione delle aspettative e sul processo decisionale degli individui perfettamente razionali apparissero plausibili, si è dimostrato che non sono sistematicamente verificate nella realtà, a causa della presenza di comportamenti irrazionali, distorsioni e *bias*, che gli psicologi definiscono anche strategie di ragionamento intuitive.

³⁶¹ Cfr. Morera U. e Marchisio E., *Finanza, Mercati e Regole... ma Soprattutto Persone*, cit., *Analisi Giuridica dell'economia*, 2012.

³⁶² Cfr. *ex artt.* 414, 415 e *ex art.* 404 c.c.

³⁶³ Cfr. *ex art.* 424 c.c.

³⁶⁴ Così Trib. Roma, 6 marzo 2009. Cfr. altresì Cass. n. 5159/2004, 7485/2003.

³⁶⁵ Cfr. CERS, 2003/124/CE, che definisce il *reasonable investor* come colui che pensa e si comporta in modo razionale; cfr. t.u.f. art. 94 co. 9 (prospetto d'offerta) e art. 181 co. 4 (informazione privilegiata).

3.8 Definire l'Educazione Finanziaria

La scarsa cultura finanziaria viene oggi contrastata innalzando la *financial capability* degli investitori, mediante l'interazione di più entità pubbliche (Autorità di vigilanza, scuole), *industry* (associazioni, intermediari) e private (famiglie). Invece, i processi di *debiasing* mirano prevalentemente a sviluppare presso gli agenti delle tecniche di correzione degli errori in cui si incappa durante un processo decisionale³⁶⁶. Ma non sempre l'evidenza sperimentale della letteratura giudica positivamente queste tecniche³⁶⁷. A partire dagli errori cognitivi, inoltre, le Autorità di vigilanza devono formulare delle misure di tutela (*in primis*, la *disclosure* delle caratteristiche dei prodotti finanziari) tenendo conto anche delle componenti psicologiche e irrazionali che dominano l'agire dell'investitore. Tradizionalmente il livello di tutela assicurato dovrebbe incrementare, ma non risulta essere così. È essenziale il contributo dell'educazione per far sì che gli investitori sviluppino un piano finanziario o delineino in modo più chiaro la personale politica d'investimento, ovvero in che modo perseguire i loro obiettivi e come gli investimenti saranno gestiti sul mercato. È indubbia l'importanza dell'educazione finanziaria nelle scelte economiche, individuali e familiari. Essa influisce sulla propensione al risparmio e l'accumulazione di capitali, sulla diversificazione di portafoglio, sulla probabilità di partecipare alla borsa e sui buoni comportamenti finanziari in generale³⁶⁸.

3.9 Chi è l'Investitore Retail

L'investitore *retail* o al dettaglio è un tipo di cliente privo delle specifiche competenze professionali necessarie per orientare in maniera consapevole le proprie decisioni in materia di investimento.

Secondo la definizione fornita dal regolatore europeo, esso si colloca tra i tre principali *target* di clientela: clientela *private*, clientela *retail* e clientela *corporate*. Non si deve poi dimenticare la doppia natura di risparmiatore – investitore.

3.10 L'Investor Education

L'*investor education* è vista oggi come un *trait d'union* tra molteplici esigenze e che si avvale di diverse discipline. Occorre tenere presente che l'educazione finanziaria non è un tema privo di contraddizioni e contrapposizioni. L'attenzione del regolatore è tutta rivolta a quegli strumenti che aiutino i consumatori a superare i vincoli psicologici.

³⁶⁶ Fischhoff (1982) è stato tra i primi a dare impulso a questo filone di indagini. Nei suoi studi esplicita alcune esempi di *debiasing*: la tecnica dell'avviso (*warning*), che segnala al soggetto la circostanza in cui sta compiendo un errore; la descrizione dell'errore; il riscontro (*feedback*), che riporta le conseguenze dell'errore alla situazione personale, e l'addestramento (*training*), l'applicazione del comportamento corretto in più contest.

³⁶⁷ Cfr. Weber M. e Welfens F., *Splitting the Disposition Effect: Asymmetric Reactions Towards "Selling Winners" and "Holding Losers"*, University of Mannheim, 2008; De Meza D., Irlenbusch B. e Reyners D., *Financial Capability: A Behavioral Economics Perspective*, (FSA, Financial Service Authority) in Consumer Research n. 69, Londra 2008.

³⁶⁸ Cfr. Billari C., Favero C.A. e Saita F., *Educazione Finanziaria e Sostenibilità del Welfare*, in *Educazione Finanziaria a Scuola. Per una Cittadinanza Consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011, pag. 51.

3.11 Quali Informazioni Rilevare e Come. Il Ruolo della Trasparenza e del Rapporto di Fiducia

Il contro-altare naturale dell'*investor education* è la vigilanza. Il ruolo delle Autorità di vigilanza (in sua loro forma informativa, ispettiva e regolamentare) è fondamentale. Con strumenti strutturali, prudenziali, informativi, ispettivi, di gestione e risoluzione delle crisi, esse possono riallineare le asimmetrie e tutelare i risparmiatori. Nello specifico, le autorità che vigilano devono far rilevare correttamente la tolleranza al rischio per consolidare il rapporto di consulenza e adempiere all'obbligo di conoscere il cliente ai fini dell'adeguatezza.

3.12 Cenni ai Programmi di Educazione Finanziaria: *Edutainment*, *Nudge* ed *Empowerment*

E' sempre più diffuso il convincimento per cui l'educazione finanziaria sia un *tool* fondamentale e da impartire fin dalla scuola dell'obbligo³⁶⁹ e per tutto l'arco della vita (fino al pensionamento). Si pensi al fenomeno dell'*edutainment*, termine che mette insieme l'*education* (educazione) e l'*entertainment* (intrattenimento), in un sodalizio inatteso di educazione divertente e divertimento educativo. Si crede inoltre che il genere umano abbia bisogno di essere pungolato quando opera scelte, perché non sempre si pongono in essere azioni che poi si rivelano un vantaggio: le distorsioni cognitive, le disfunzioni dei processi decisionali e gli errori emotivi sin qui analizzati, dimostrano che si deve indirizzare le scelte degli individui verso decisioni per questi più opportune³⁷⁰. Così strategie di *empowerment* e *nudge*³⁷¹ mirano a educare i destinatari, in modo però che gli stessi possano in futuro fronteggiare autonomamente le situazioni in cui cadevano in errore.

3.13 Il Consulente e il Momento della Consulenza

In estrema sintesi, la consulenza è la prestazione singola o saltuaria di consigli e pareri da parte di un esperto su materie di propria competenza, o come prestazione continuativa e professionale³⁷². A livello finanziario, essa si configura come un insieme di attività, fornite dal consulente, che hanno lo scopo di aiutare il cliente a percepire, capire e agire sugli eventi che si verificano nel suo ambiente. Col processo di consulenza, si può aiutare il cliente a definire gli interventi diagnostici che consentiranno di impostare la corretta sequenza di passi risolutivi³⁷³.

3.14 Conclusioni

³⁶⁹ Cfr. OECD-INFE, *Guidelines on Financial Education at School and Guidance on Learning Framework*, OECD Publishing, Paris, 2010.

³⁷⁰ Cfr. Rangone N., *Errori Cognitivi e Scelte di Regolazione*, in *Analisi Giuridica Dell'economia*, n. 1, 2012, in Morera U. e Vella F. (a cura di), *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit.

³⁷¹ Il termine inglese uno strumento di intervento che significa "gomitata", "spinta leggera" o anche come riportato dagli studiosi Thaler e Sunstein, "spinta gentile". Cfr. Thaler R. H. e Sunstein, C. R., *Nudge, Caravan (New York, NY), 2008 e Thaler R.H. e Sunstein C.R., Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness, New Haven 2008; trad. it. di A. Oliveri, Nudge. La Spinta Gentile. La Nuova Strategia per Migliorare le Nostre Decisioni su Denaro, Salute, Felicità, Milano 2009.*

³⁷² Cfr. Vocabolario Treccani: <http://www.treccani.it/vocabolario>.

³⁷³ Così Galimberti U., *Dizionario di Psicologia UTET*.

Ad oggi, si può dire che il consulente venga scelto in maniera casuale o quasi. Tuttavia il valore aggiunto della consulenza agli investitori, che supporta le scelte del cliente, perseguendo extra rendimenti, sta nell'obiettivo di migliorare la *performance* del portafoglio gestito. Ma non tutti i risparmiatori se ne sono ancora completamente edotti. D'altra parte, l'evidenza empirica sull'efficacia dell'educazione finanziaria è ambigua; in particolare l'alfabetizzazione migliora leggermente il comportamento ma non lo modifica in modo significativo. Si sottolinea inoltre che, anche se fosse possibile progettare un programma di educazione finanziaria efficace, i costi sarebbero superiori ai vantaggi e converrebbe di più continuare ad implementare la regolamentazione. Infatti, la formazione “dovrebbe essere estesa, ad alta intensità, frequente, obbligatorio e fornita a ciascun punto del processo decisionale, con un'impostazione uno-a-uno e con un contenuto personalizzato per ogni consumatore”³⁷⁴.

³⁷⁴ Cfr. Willis L. E., *Evidence and Ideology in Assessing the Effectiveness of Financial Literacy Education*, San Diego Law Review, 46(2): 415-458, 2009, cit.

CAPITOLO QUARTO – Elaborare una Strategia Nazionale

4.4 Come Definire una Strategia Nazionale

La progettazione ottimale di un intervento di educazione finanziaria dipende dagli obiettivi specifici del programma e dal *target* di riferimento. Il *design* degli interventi di educazione comporta un numero importante di componenti, tra cui il suo ambiente (istituzionale, scuole o luoghi di lavoro, comunità o casa), i canali di trasmissione (video, *online*, di persona, materiali scritti, di massa media) e i tipi di prodotti ovviamente.

Di seguito vengono affrontati due macroargomenti: l'ipotesi nazionale di educazione finanziaria, con annessa una panoramica di quanto è stato fatto finora per sviluppare la strategia e cosa ancora resta da fare.

4.5 Case Study: Istituzioni e Industry

Si è inteso allora auscultare la viva voce dei decisori preposti. In particolare, per l'elaborazione del seguente paragrafo si è deciso di condurre delle interviste strutturate presso le entità più significativamente collegate con programmi di *investor education* in Italia. Il confronto è stato condotto tra componente pubblica, con la voce del Dott. Giuseppe d'Agostino, Vice Direttore Generale CONSOB, della Dott.ssa Nadia Linciano, Responsabile dell'Ufficio Studi Economici CONSOB e della Dott.ssa Magda Bianco, Titolare del Servizio Tutela dei Clienti e Antiriciclaggio di Banca d'Italia e settore privato con la rappresentanza di Dott.ssa Valentina Panna, *Communication Manager* presso la Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio, presso l'ABI. L'obiettivo è capire quali sono gli *step* da compiere per elaborare e diffondere una strategia nazionale di educazione finanziaria strutturata e capillare. Si chiude con un'analisi della sitografia correlata.

4.2.4 Conclusioni

Detto che gli Stati oggi non possono più garantire come in passato reti assistenziali, tipiche dello stato del benessere, si è dovuto accettare che i governi nazionali e le istituzioni, prendessero atto dell'importanza della pianificazione finanziaria e del conseguente impegno educativo per istruire la collettività, strettamente legata però alla presenza di professionisti del settore. Difatti, l'innalzamento della cultura e dell'educazione finanziaria dei cittadini è un obiettivo da raggiungere non con la finalità di rendere ciascuno il consulente di sé stesso, ma piuttosto per far capire al cittadino le regole, i doveri e le responsabilità³⁷⁵. Dal quadro che viene fornito nel capitolo risulta un *investor education* catalizzatrice di molte esigenze e interessi da mantenere vividi, sotto l'egida di un lavoro interdisciplinare e congiunto tra economisti e psicologi. A tutela degli investitori si presentano sempre come punti nodali la segmentazione della clientela, la consulenza alla clientela *retail*, la disciplina di strumenti finanziari troppo complessi e rischiosi e da ultimo l'educazione finanziaria, come ricerca di soluzioni concrete e facilmente applicabili al vasto panorama dei risparmiatori.

³⁷⁵ Cfr. Cardia L., *Tutela del Consumatore nei Servizi Finanziari*, intervento del 19 marzo 2010, consultabile sul sito www.consob.it.

Conclusioni

L'obiettivo dell'elaborato è stato quello di analizzare lo sviluppo dell'educazione finanziaria e verificare l'applicabilità di una strategia nazionale. Inizialmente viene data la definizione di *financial literacy* illustrando i vari elementi che la compongono, quali: *financial knowledge*, *financial attitude* e *financial behaviour*. Da qui la definizione di *investor education* secondo importanti *standard setter* internazionali. L'interesse delle discussioni riportate si sposta poi sull'educazione finanziaria in senso nella letteratura giuridica e negli esperimenti dei ricercatori.

Il contributo del mio lavoro è stato analizzare e comprendere tutte le variabili cognitive in gioco durante la fase di scelta di un investimenti, razionalizzare le nozioni essenziali della letteratura nonché il lavoro dei soggetti privati e pubblici che sul territorio nazionale si sono interessati di *investor education* per il pubblico *retail*. In particolare, si è posta l'attenzione sull'Italia fissato il punto di partenza dello studio dell'educazione finanziaria, quando nel 2008 l'istituto PattiChiari ha elaborato la prima misurazione del livello di educazione finanziaria degli italiani. Da lì, voluto vedere lo sviluppo di questa materia tra i cittadini italiani e la sua crescita nel tempo. In seguito si è cercato di mettere in chiaro i vari protagonisti a livello europeo che promuovono attività e iniziative per favorire lo sviluppo dell'educazione finanziaria tra i cittadini.

Difatti, l'innalzamento della cultura e dell'educazione finanziaria dei cittadini è un obiettivo da raggiungere non con la finalità di rendere ciascuno il consulente di sé stesso, ma piuttosto per far capire al cittadino le regole, i doveri e le responsabilità³⁷⁶. Si è evidenziato che le strategie nazionali dovrebbero definire una visione globale e intersettoriale e fissare obiettivi generali, realistici e misurabili per le priorità politiche.

Da questo quadro ne deriva un *investor education* catalizzatrice di molte esigenze e interessi da mantenere vividi, sotto l'egida di un lavoro interdisciplinare e congiunto tra economisti e psicologi. A tutela degli investitori si presentano sempre come punti nodali la segmentazione della clientela, la consulenza alla clientela *retail*, la disciplina di strumenti finanziari troppo complessi e rischiosi e da ultimo l'educazione finanziaria, come ricerca di soluzioni concrete e facilmente applicabili al vasto panorama dei risparmiatori. L'onda d'urto dei mesi recenti non dovrebbe rischiare di disperdersi velocemente, come era stato negli altri casi di risparmio tradito, dal momento che anche a livello economico complessivo e politico i costi da sostenere non sono esosi, ma i benefici saranno duraturi e indiscutibilmente remunerativa per tutti gli *stakeholder*.

In futuro sarebbe interessante pensare alla conseguenze più a lungo termine di programmi educativi in campo economico-finanziario nonché preoccuparsi estensivamente del ruolo nelle strategie nazionali delle riforme del sistema pensionistico, congiuntamente all'invecchiamento demografico.

³⁷⁶ Cfr. Cardia L., *Tutela del Consumatore nei Servizi Finanziari*, intervento del 19 marzo 2010, consultabile sul sito www.consob.it.

BIBLIOGRAFIA essenziale

- Atkinson A. Messy F., Rabinovivh L. e Yoong J., *Financial Education for Long-term Savings and Investments: Review of Research and Literature*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n. 39, OECD Publishing, Paris, 2015.
- Baker H. K. e Ricciardi V., *Investor Behavior, The Psychology of Financial Planning and Investing*, Wiley (New York, US), 2015.
- Billari C., Favero C. A. e Saita F., *Educazione Finanziaria e Sostenibilità del Welfare*, in *Educazione Finanziaria a Scuola. Per una cittadinanza consapevole*, (a cura di) E. Castrovilli, Guerini e Associati, 2011.
- Cecchini M., *Le Politiche per l'Educazione Finanziaria*, in *Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide*, Bancaria Editrice, 2011.
- CESE, *Educazione Finanziaria per Tutti: Strategie e Buone Pratiche di Educazione Finanziaria dell'Unione Europea*, www.eesc.europa.eu, 2013.
- Cocciarelli G., *L'Educazione Finanziaria: Cultura, Pianificazione e Futuro*, progetto di ricerca per Consumers' Forum, Corso di alta formazione "Consumatori e Mercati" Università degli Studi Roma Tor Vergata, 2015.
- Farsagli, S. e Traclò, F., *Le Esperienze di Educazione Finanziaria. Indagine sulla Realtà Italiana nel Contesto Internazionale*, indagine realizzata dalla Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio PattiChiari, 2011.
- Fernandes D., Lynch L. J. Jr. e Netemeyer, R. G., *The Effect of Financial Literacy and Financial Education on Downstream Financial Behaviors*, NEFE, 2013.
- Ferretti R, Rubaltelli E. e Rumiati R., *La Mente Finanziaria. Economia e Psicologia al Servizio dell'Investitore*, Bologna, 2011.
- Fondazione Rosselli, (a cura di S. Farsagli), *Le Esperienze di Educazione Finanziaria. Indagine sulla Realtà Italiana nel Contesto Internazionale*, Patti Chiari, Edizione 2012.
- Guiso L., *Educazione Finanziaria e Scelte Finanziarie*, in *Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide*, Bancaria Editrice, 2011.
- IOSCO, Education and Training Team, *Investor Education: An Analysis of IOSCO Member Websites and Web-Based Information* (Report, June 2012); IOSCO, *Report on Investor Education Initiatives Relating*

to *Investment Services: IOSCO Report* (Report, February 2013), online: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD404.pdf>.

Klapper L., Lusardi A. e Van Oudheusden P., *Financial Literacy Around the World*, Insights From The Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey, <http://www.finlit.mhfi.com>, 2015.

Linciano N., *Finanza Comportamentale. Scelte di investimento e Implicazioni per la Vigilanza*, slide CONSOB 2013.

Minervini E., *La Trasparenza Contrattuale*, in *I Contratti*, n. 11, 2011.

Natixis Global Asset Management, *Global Survey of Individual Investors, Cautions, Conflicted, Needed Guidance*, 2014.

Natixis Global Asset Management, *Global Survey of Individual Investors, Investor Insights Series, Close Enough Isn't Good Enough: Investor Expectations And The Need For Concrete Financial Plans*, 2015.

OECD, *Advancing National Strategies for Financial Education*, a joint publication by Russia's G20 Presidency and the OECD, 2015.

OECD, *Policy Handbook On The Implementation Of National Strategies For Financial Education*, OECD 2015.

OECD, *Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy*, Final Report FR09/14, 2014.

OECD/INFE, *Current Status of National Strategies For Financial Education*, OECD/INFE Comparative Analysis and Relevant Practices, Relazione 2012.

Pellegrini M., *Le Regole di Condotta degli Intermediari Finanziari nella Prestazione dei Servizi di Investimento*, in *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, AA. VV. a cura di Capriglione Francesco, CEDAM, Padova 2015.

Perrone A., *Servizi di Investimento e Regole di Comportamento. Dalla Trasparenza alla Fiducia*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 1, p. 31, 2015.

Russo G., *Indagine sul Risparmio e sulle Scelte Finanziarie degli Italiani. Risparmiatori, Classe Media: si torna a Guardare il Futuro*, 2015.

Sorgi S., *Il Valore Sociale dell'Educazione Finanziaria*, in *Educazione finanziaria di qualità*, (a cura di) R. Ravaglia, Dossier, U&C n. 3, 2014.