



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

**Il servizio di consulenza finanziaria:  
l'evoluzione, la disciplina e i limiti operativi**

**The financial advisory service:  
evolution, discipline and operational limits**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Fiordiponti Filippo

Tesi di Laurea di:

Tavian Celine

Anno Accademico 2020 – 2021



# INDICE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>INTRODUZIONE</b> .....   | <b>4</b>  |
| <b>CAPITOLO 1 - IL QUADRO NORMATIVO</b> .....   | <b>7</b>  |
| 1.1 Premessa.....   | 7         |
| 1.2 Legge n. 1 del 2 gennaio 1991 (o “legge sulle SIM).....   | 7         |
| 1.3 Direttiva 93/22 CEE (ISD – Investment Services Directive) e nozione di servizio di consulenza ..... | 11        |
| 1.4 Introduzione del testo unico della finanza (TUF) .....  | 15        |
| 1.5 La direttiva 2004/39/CE (MiFID I).....  | 16        |
| 1.6 La Direttiva MiFID di secondo livello.....  | 22        |
| <b>CAPITOLO 2 - L’ATTIVITA’ DI CONSULENZA</b> .....   | <b>26</b> |
| 2.1 Introduzione .....  | 26        |
| 2.2 Personalizzazione e raccomandazione .....   | 27        |
| 2.3 Soggetti abilitati all’attività di consulenza finanziaria.....                                      | 30        |
| 2.4 Informazioni pre - contrattuali .....   | 30        |
| 2.5 Comportamento che il consulente finanziario è chiamato a tenere.....                                | 32        |
| 2.6 Tipologie di consulenza finanziaria .....   | 33        |
| 2.7 Classificazione della clientela .....   | 38        |
| <b>CAPITOLO 3 – IL CONFLITTO DI INTERESSI</b> .....   | <b>43</b> |
| 3.1 Nozioni del conflitto di interesse .....  | 43        |
| 3.2 Le politiche di gestione del conflitto di interesse.....  | 45        |
| 3.3 Situazioni di conflitto di interessi nei servizi di investimento .....                              | 50        |
| 3.3.1 Negoziazione per conto proprio .....  | 50        |
| 3.3.2 Ricezione e trasmissione di ordini .....  | 51        |

|   |           |
|---|-----------|
| 3.3.3 Sottoscrizione e/o collocamento con o senza assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente ..... | 52        |
| 3.3.5 Gestione di portafogli.....   | 54        |
| 3.3.6 Consulenza in materia di investimenti .....   | 55        |
| 3.4 Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari .....   | 56        |
| <b>CAPITOLO 4 – LA FIDUCIA NEL MONDO DELLA CONSULENZA FINANZIARIA</b><br>.....  | <b>58</b> |
| 4.1 Introduzione .....  | 58        |
| 4.2 Le trappole psicologiche e cognitive nelle decisioni di investimento.....   | 60        |
| 4.3 Il rapporto di fiducia tra consulente e cliente.....  | 66        |
| <b>CAPITOLO 5 – INTRODUZIONE ALL'ALFABETIZZAZIONE E ALL'EDUCAZIONE FINANZIARIA.....</b>   | <b>70</b> |
| 5.1 Introduzione .....  | 70        |
| 5.2 Alfabetizzazione ed educazione finanziaria.....   | 72        |
| 5.2.1 Il panorama italiano.....   | 76        |
| 5.2.2 L'alfabetizzazione finanziaria nei giovani .....  | 79        |
| 5.2.3 Il divario tra ricchi e poveri.....   | 81        |
| 5.2.4 Gli effetti del Covid – 19 .....  | 82        |
| 5.3 Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli Italiani.....  | 83        |
| <b>CONCLUSIONI.....</b>   | <b>93</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA.....</b>  | <b>95</b> |
| <b>SITOGRAFIA .....</b>   | <b>97</b> |

## INTRODUZIONE

«La ricerca empirica ha (...) mostrato che gli investitori commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte. Tali errori si riflettono in "anomalie comportamentali" che si traducono, nel caso degli investitori retail, in una bassa partecipazione al mercato azionario, errori di percezione della relazione rischio/rendimento, scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio. Lo sviluppo di un'attività di consulenza fondata sulla logica del "servizio al cliente" costituisce (...) un complemento indispensabile per il potenziamento dell'efficacia delle norme regolamentari a tutela dell'investitore e per il contenimento degli errori comportamentali più diffusi; in questo ambito, diversi sono i temi, richiamati in letteratura, rispetto ai quali i consulenti dovrebbero adoperarsi per orientare correttamente le scelte dei clienti». (Quaderno sulla Finanza Comportamentale, n. 66 del gennaio 2010, di N. Linciano)

La finanza comportamentale considera l'attività di consulenza finanziaria come lo strumento più consono per indirizzare le decisioni dei risparmiatori a ridurre eventuali errori cognitivi che potrebbero condizionare le scelte di investimento.

Il consulente deve far riconoscere al cliente i suoi limiti, allo scopo di far maturare in lui un chiaro bisogno di consulenza; il consulente deve stimolare le «difese naturali» del cliente contro la sua emotività e deve guidare il cliente verso soluzioni condivise che siano il più possibile «protette» dai fattori emotivi<sup>1</sup>.

I dati disponibili sulla situazione attuale del mercato italiano dimostrano una scarsa diffusione del servizio di consulenza tra i risparmiatori e ciò comporta che questi ultimi detengano portafogli poco diversificati e non partecipano al mercato azionario.

---

<sup>1</sup> Bertelli R., "La consulenza finanziaria e la finanza comportamentale: dal contributo teorico all'applicazione operativa", 2010

È essenziale comprendere che gli intermediari del mercato finanziario forniscono servizi che sono volti a facilitare l'investimento e che, attraverso le loro conoscenze, sono in grado di offrire ai loro clienti una più facile comprensione dei prodotti finanziari, maggior consapevolezza dei rischi e scelte vantaggiose per migliorare il loro benessere finanziario. L'obiettivo del presente lavoro consiste in una ricostruzione della disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti nel nostro ordinamento, dell'evoluzione storica e delle sue conseguenze applicative.

Il lavoro si articola come segue: nel primo capitolo viene analizzato il quadro normativo, partendo dalla Direttiva sulle società di intermediazione mobiliare fino ad arrivare alla più recente Direttiva MiFID II.

Nel secondo capitolo viene posta l'attenzione sul tema della consulenza finanziaria nel suo complesso, cercando di captare i principi cardine e tutte le sue articolazioni. Vengono affrontati i temi della personalizzazione e della raccomandazione, viene specificato chi sono i soggetti abilitati all'attività di consulenza e i comportamenti che questi sono chiamati a tenere. Si passa poi ad analizzare le tipologie di consulenza che esistono e come i clienti vengono suddivisi in base alle proprie conoscenze in materia.

Il terzo capitolo si sofferma a considerare gli eventuali problemi che potrebbero insorgere in seguito alla nascita del rapporto consulente-cliente, ovvero, in questo capitolo viene trattato il tema del conflitto di interessi.

Il quarto capitolo tratta il tema della fiducia, argomento estremamente importante quando si parla di consulenza finanziaria poiché lo stretto rapporto che lega il soggetto abilitato al suo cliente potrebbe far aumentare il benessere finanziario di quest'ultimo.

Infine, il quinto capitolo potrebbe aiutare a comprendere meglio il motivo per cui il servizio di consulenza possa, alcune volte, risultare fondamentale per affrontare anche la vita quotidiana. Nell'ultima parte, infatti, viene affrontato i temi dell'alfabetizzazione e dell'educazione finanziaria e quanto questi possano influire nella vita delle persone.

Potremmo, quindi, porci delle domande: è davvero così importante la figura del consulente finanziario al giorno d'oggi?

Esso può realmente migliorare il benessere finanziario delle persone?

Alla fine dell'elaborato proveremo a rispondere a queste domande.

# **CAPITOLO 1 - IL QUADRO NORMATIVO**

## **1.1 Premessa**

Prima di affrontare il tema principale dell'elaborato, bisogna percorrere tutto il quadro normativo che prevede l'ordinamento italiano, alla stessa maniera di quello comunitario, per il mercato finanziario e come questo ci fa arrivare alla nascita della figura del consulente finanziario. La normativa è molto articolata e in continua evoluzione, infatti è possibile ritrovare le basi dell'evoluzione storica della regolamentazione dei mercati finanziari nella Legge n. 1/1991 fino ad arrivare alle riforme più recenti con la Direttiva MiFID 2.

In questo primo capitolo vengono analizzate principalmente tutte le tappe fondamentali che hanno caratterizzato il processo normativo avente ad oggetto la consulenza finanziaria.

## **1.2 Legge n. 1 del 2 gennaio 1991 (o “legge sulle SIM)**

Nel corso degli anni il servizio di consulenza finanziaria ha subito un'evoluzione normativa, sia Nazionale che Europea.

La prima interpretazione della consulenza finanziaria in Italia è presente all'interno della legge n. 1 del 2 gennaio 1991, relativa alla “Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari”, conosciuta anche come Legge S.I.M. (Società di Intermediazione Mobiliare).

Alla Legge 1/1991 spetta il merito di aver dato un assetto maggiormente tecnico e definito ad un mercato mobiliare piuttosto obsoleto, quale era quello italiano agli inizi degli anni Novanta. Essa rappresenta, infatti, un elemento cardine dell'evoluzione normativa del nostro mercato borsistico, risultando basata su alcuni punti fondamentali:



1. Venivano previsti nuovi soggetti – le Società di Intermediazione Mobiliare – dotati di capacità polifunzionale e con essi viene introdotta per la prima volta nel mercato italiano la figura del market maker<sup>2</sup>;
2. Gli agenti di cambio, fino a quel momento unici intermediari autorizzati a svolgere tutte le attività di intermediazione, diventano “categoria ad esaurimento”;
3. Le banche potevano svolgere tutte le attività previste per ogni tipo di società di intermediazione, con esclusione della negoziazione per conto proprio e per conto terzi di valori mobiliari diversi dai titoli di Stato o garantiti da esso, quotati in Borsa o negoziati nel mercato ristretto;
4. Veniva introdotto per la prima volta il principio di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, per cui tutte le negoziazioni dovevano “passare” dalla Borsa al fine di superare le “contrattazioni fuori mercato”;
5. Si prevedeva, inoltre, l’inserimento delle contrattazioni per via telematica;
6. Veniva istituito un Consiglio di Borsa presso ogni Borsa Valori;
7. Veniva istituito un albo dei promotori finanziari;
8. Veniva esteso per le società di intermediazione l’obbligo del controllo contabile e della certificazione dei bilanci;
9. Veniva istituito il principio della divisione dei poteri secondo i soggetti e le finalità, per quanto riguarda la vigilanza<sup>3</sup>.

La Legge n. 1/1991 comprendeva la “consulenza in materia di valori mobiliari” tra le “attività di intermediazione mobiliare”, assieme ad altri servizi principali quali<sup>4</sup>:

- negoziazione per conto proprio o per conto terzi, ovvero sia per conto proprio che per conto terzi, di valori mobiliari;

---

<sup>2</sup> Market maker: intermediario in grado di “fare mercato” e di assicurare, grazie alle capacità operative e risorse finanziarie, spessore e liquidità al mercato.

<sup>3</sup> Quirici M. Cristina, “Il mercato mobiliare”, 2010

<sup>4</sup> Cfr. Articolo 1 comma 1 L. n. 1/1991 cit.

- collocamento e distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari;
- raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari;
- consulenza in materia di valori mobiliari;
- sollecitazione del pubblico risparmio effettuata anche mediante attività di carattere promozionale fuori sede<sup>5</sup>.

Si tratta delle tradizionali attività di intermediazione mobiliare e cioè delle attività di negoziazione sia di brokerage (quando le transazioni avvengono per conto di altri), di dealer (compravendita per conto proprio con o senza l'intervento del broker), di market making (quando si vende e si compra per proprio conto con regolarità) e underwriting (quando l'intermediario si impegna a collocare sul mercato i valori emessi da terzi)<sup>6</sup>.

Oltre a queste erano previste altre attività "connesse e strumentali" al cui esercizio le SIM potevano essere autorizzate, quali:

- Attività di custodia e amministrazione di valori mobiliari;
- Attività di finanziamento dei contratti di borsa;
- Attività di negoziazione per conto terzi di contratti di borsa;
- Altre attività connesse e strumentali a quelle dell'Art. 1 della medesima legge.

La Legge del 2 gennaio '91 risponde ad alcune necessità di cambiamento e di riforma che erano state declinate dalla CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - nel progetto "Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico" del 30 aprile 1987. Le linee di riforma suggerite riguardavano principalmente le anomalie del nostro mercato rispetto a quelli esteri, specialmente in relazione all'esistenza di un mercato regolamentato ed un altro

---

<sup>5</sup> Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari, [www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)

<sup>6</sup> R. Caparvi, "Il mercato mobiliare", 2007

non regolamentato, e gli intermediari. In merito a questi ultimi, la Consob rilevava che in un'ottica competitiva tra gli altri intermediari, l'unico soggetto abilitato a svolgere l'attività sul mercato borsistico era l'agente di cambio (ovvero un pubblico ufficiale che poteva operare solo come broker) ed era anche l'unico abilitato alla compravendita di titoli. Questi soggetti diventavano agenti di cambio in seguito al sostenimento di un esame presso la Consob e dal momento in cui venivano abilitati allo svolgimento di tale attività, non potevano più svolgere altri lavori.

La Legge n. 1 del 1991 decretò la fine di questa antica categoria professionale e stabilì, infatti, che non fossero più banditi nuovi concorsi per agenti di cambio, ma che gli agenti in attività avrebbero potuto continuare ad esercitare la professione fino al pensionamento. Da quel momento furono costituiti due ruoli: quello "unico" degli agenti in proprio e quello "speciale" degli agenti che esercitano per conto di una SIM, di una SGR (Società di Gestione del Risparmio) o di una banca.

Di fatto la crisi borsistica del 1992 portò al fallimento di molti agenti e procuratori, mentre altri trasformarono la propria attività in SIM o in banca. Allo stesso tempo, la Legge creava la nuova figura del promotore finanziario, quale unico professionista persona fisica abilitato all'attività di promozione di prodotti finanziari e all'erogazione di servizi di investimento all'esterno, in collegamento con una Banca, una SIM o una SGR.

Questi speciali professionisti dovevano necessariamente essere iscritti ad un apposito Albo dei Promotori Finanziari istituito presso la Consob (Art. 5)<sup>7</sup>.

Quindi con l'entrata in vigore dell'Art. 5 della Legge 1/1991, si va a considerare l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio come un'attività di lavoro autonomo, il cui svolgimento

---

<sup>7</sup> Art. 5, Legge 1/1991: "Nell'offerta dei propri servizi effettuati in luogo diverso dalla propria sede sociale o delle proprie sedi secondarie e comunque nell'esercizio dell'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lettera f), le società di intermediazione mobiliare devono avvalersi esclusivamente dell'opera di promotori di servizi finanziari iscritti all'albo di cui al comma 5 del presente articolo.

può essere affidato solo ad un professionista iscritto all'albo dei promotori di servizi finanziari.

Così, con la nascita del promotore finanziario, sorge anche una nuova disciplina che pone i requisiti per l'abilitazione alla professione, che prevede regole di condotta ed eventuali sanzioni nel caso non venga rispettata tale disciplina dal professionista; il legislatore introdusse, infatti, l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nei confronti del cliente in modo da tutelare il suo interesse e, in aggiunta, impose il rispetto di determinati obblighi informativi per tutta la durata del rapporto contrattuale.

### **1.3 Direttiva 93/22 CEE (ISD – Investment Services Directive) e nozione di servizio di consulenza**

Alcuni anni dopo l'emanazione della Legge SIM vennero diffuse una serie di riforme in ambito finanziario in tutto il territorio Europeo con lo scopo di imporre un'armonizzazione minima a livello comunitario della normativa sui servizi di investimento e furono promosse due importanti direttive: la Direttiva 93/22/CEE e, successivamente, la Direttiva 2004/39/CE. Pur presentando alcune somiglianze, nella Legge SIM erano presenti delle mancanze rispetto alla Direttiva 93/22/CEE così, al fine di riorganizzare la materia, venne emanato il D. Lgs. 23 luglio 1996, n.415 conosciuto come Decreto EUROSIM.

In tale Decreto furono ridisciplinate le attività di intermediazione mobiliare previste dalla Legge 1/1991 e venne riconosciuto a tutte le imprese comunitarie attive nel settore dei valori mobiliari il diritto di prestare i propri servizi all'interno dell'Unione Europea e di accedere ai relativi mercati, regolamentati e non, nel rispetto delle regole prudenziali del proprio paese di origine, nonché delle norme di comportamento del paese ospitante<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Quirici M. Cristina, "Il mercato mobiliare", 2010

Furono apportate sostanziali modifiche alla struttura del sistema finanziario italiano con lo scopo di dare attuazione alle disposizioni comunitarie finalizzate alla creazione delle condizioni minime per realizzare la libera circolazione dei servizi finanziari nella Comunità Europea (CE).

Con il nuovo Decreto, inoltre, da attività di intermediazione mobiliare e quindi di servizio di investimento riservato a pochi operatori, venne introdotto un nuovo servizio, quello della consulenza finanziaria che venne fatta rientrare tra i servizi accessori e chiunque poteva prestarla liberamente. Nello specifico, si aspirò a liberalizzare l'attività di consulenza includendola tra i servizi accessori e rendendola un servizio che qualunque persona fisica o giuridica poteva offrire senza essere assoggettata a nessuna riserva di attività o ad alcuna autorizzazione.

Questa novità fece sì che l'esercizio dell'attività di consulenza poteva essere prestato liberamente da chiunque sia in forma individuale che in forma societaria, anche al di fuori del controllo delle autorità di vigilanza, e non fu più riservato solamente a soggetti autorizzati.

L'assenza di autorizzazione per l'esercizio della consulenza consentì a chiunque la prestazione, ma gli unici soggetti tenuti al rispetto di una disciplina furono gli intermediari i quali, anche nello svolgimento dei servizi accessori, erano assoggettati alle stesse regole imposte loro per lo svolgimento delle attività principali (Sabbatini, 2008).

In mancanza di una precisa definizione del servizio di consulenza, negli anni '90 la Consob ricavò una particolare spiegazione, specificando che il servizio accessorio di consulenza consisteva "nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso".

Nello specifico, la consulenza veniva caratterizzata:

- 1) dall'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, che prendesse in considerazione gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria del cliente stesso;
- 2) Dalla posizione di indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;
- 3) Dall'essere una consulenza che non prevedeva limiti agli investimenti da consigliare;
- 4) Dalla circostanza che il consulente riceveva solamente la remunerazione pagata dal cliente per il servizio prestato.

Per quanto riguarda la Direttiva 93/22/CEE, pertanto, volle anche porre particolare evidenza all'Art. 11 che richiedeva agli stati membri di emanare delle norme di comportamento per le imprese di investimento nelle quali doveva essere imposto il rispetto di alcuni principi, come l'agire nell'esercizio dell'attività in modo legale ed equo, con la competenza, la diligenza e l'impegno necessari e nel rispetto del cliente e dell'integrità del mercato; informarsi sull'esperienza dei clienti in ambito finanziario, sui loro obiettivi e sulla loro situazione finanziaria; trasmettere in modo adeguato tutte le informazioni utili in ambito di negoziazione con i clienti; sforzarsi di evitare conflitti di interesse.

La direttiva 93/22/CEE (insieme alla Direttiva 93/6/CEE) ha delineato un nuovo profilo strutturale e funzionale dell'industria europea dei servizi di investimento attraverso il perseguimento di obiettivi di<sup>9</sup>:

- Stabilità
- Efficienza
- Trasparenza e tutela dei risparmiatori

---

<sup>9</sup> Quirici M. Cristina, "Il mercato mobiliare", 2010

Inoltre, emerse la similarità tra la Direttiva e l'Art. 6 della Legge SIM, ma, pur essendoci alcune somiglianze, nella Legge SIM erano presenti delle mancanze che vennero successivamente colmate proprio con il Decreto Eurosim.

L' Eurosim, infatti, abrogando quasi totalmente la L. 1/91 e perseguendo obiettivi di armonizzazione con le normative europee, ha stabilito:

- l'estensione della categoria degli intermediari abilitati (ora anche le imprese bancarie hanno accesso diretto alle contrattazioni senza dover più utilizzare obbligatoriamente una SIM);
- la realizzazione di un mercato finanziario unico europeo (con riferimento al principio del mutuo riconoscimento per il quale ciascuna impresa di investimento ha la libertà di prestare i propri servizi all'interno della Comunità, direttamente o attraverso lo stabilimento di succursali);
- la privatizzazione della borsa valori e degli altri mercati regolamentati (l'attività di gestione assume carattere di impresa e viene esercitata da una S.p.A., lasciando, inoltre, la possibilità di sviluppo ad altri mercati borsistici sul nostro territorio);
- nuove e più coordinate procedure per lo svolgimento dell'attività di vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento e per la gestione delle crisi.

Tutto ciò ha mutato il contesto competitivo nel quale gli operatori nazionali si muovevano. Essi, infatti, sono stati costretti a rivedere il proprio posizionamento strategico a causa del maggior livello di competitività, destinato nel futuro ad ampliarsi ulteriormente.

A completamento del processo di riorganizzazione del mercato di capitali, è stato emanato (in attuazione della delega contenuta negli artt. 8, 21 della Legge 52/96 - comunitaria per il 1994) il D. Lgs. 24-2-1998, n. 58 che costituisce il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (indicato come TUF) entrato in vigore il 1° luglio 1998.

#### **1.4 Introduzione del testo unico della finanza (TUF)**

Il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto più semplicemente come testo unico della finanza - abbreviato TUF - o anche legge Draghi, rappresenta il principale corpus normativo italiano in materia di mercati e intermediari finanziari. Esso è stato emanato col decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in forma di testo unico ed è entrato in vigore il 1° luglio 1998, abrogando il Decreto EUROSIM.

Nella stesura del TUF, il Governo nominò una commissione tecnica presieduta dall'allora Direttore generale del Ministero del Tesoro Mario Draghi che aveva lo scopo di riordinare la legislazione finanziaria esistente al tempo.

Nel nuovo Testo l'attività di consulenza rimase catalogata tra i servizi accessori (Art. 1, comma 6, lettera f).

Le linee guida nella stesura del TUF furono:

- la realizzazione di una legislazione semplice in modo da assicurare nella normativa primaria solo i principi generali, tralasciando i dettagli tecnici ai regolamenti e, dove possibile, all'autoregolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari;
- il rafforzamento dei meccanismi di governance delle società, specificando meglio i compiti dei diversi organi societari e specificando gli obblighi informativi, a tutela del mercato e degli azionisti di minoranza, senza, tuttavia, limitare l'autonomia contrattuale o impedire all'impresa di produrre ricchezza;
- la creazione di una normativa italiana coerente e competitiva con quella dei Paesi dell'Unione europea, per non creare svantaggi competitivi ai danni delle imprese di investimento italiane.



## 1.5 La direttiva 2004/39/CE (MiFID I)

Nel 21 aprile del 2004, dal Parlamento Europeo e dal Consiglio Europeo, viene emanata la Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, entrata poi in vigore il 1° novembre 2007 e consacrata alla storia come Direttiva MiFID (Market in Financial Instruments Directive). La Direttiva MiFID interviene sul mercato degli strumenti finanziari, recando delle modifiche alle Direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e alla Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogando la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

Le norme contenute nella Direttiva 2004/39/CE stabiliscono un passo importante verso la costruzione di un mercato azionario europeo integrato: le imprese di investimento godranno effettivamente di un “passaporto unico” e gli investitori beneficeranno del medesimo livello di protezione in qualsiasi sistema europeo d’intermediazione mobiliare<sup>10</sup>.

Inoltre, la MiFID cerca di stabilire per la prima volta un quadro regolamentare completo che disciplini l’esecuzione delle transazioni degli investitori da parte dei mercati regolamentati, dei sistemi di negoziazione alternativi e degli intermediari (imprese di investimento) che operano in qualità di internalizzatori<sup>11</sup>.

Essa ha come obiettivo la tutela degli investitori attraverso una maggiore armonizzazione delle diverse regolamentazioni esistenti nei singoli Paesi dell’Unione Europea in materia di servizi e prodotti finanziari.

La Direttiva introduce le seguenti, rilevanti, innovazioni:

- Classificazione dei clienti in tre categorie, “al dettaglio”, “professionale” e “controparte qualificata”. La classificazione è importante poiché da essa dipende il livello di tutela riconosciuto al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento;

---

<sup>10</sup> [https://web.camera.it/cartellecomuni/leg15/rapportoattivitacommissioni/testi/06/06\\_cap17\\_sch03.htm](https://web.camera.it/cartellecomuni/leg15/rapportoattivitacommissioni/testi/06/06_cap17_sch03.htm)

<sup>11</sup> Per Internalizzatore Sistemático (IS) si intende un intermediario che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale, negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti, al di fuori di un mercato regolamentato, di un MTF o di un OTF e senza gestire un sistema multilaterale.

- Regole generali per la gestione dei conflitti d'interesse;
- Applicazione delle migliori condizioni possibili nell'esecuzione degli ordini dei clienti (Execution Policy).

La direttiva MiFID si colloca nell'ambito della c.d. "procedura Lamfalussy"<sup>12</sup>: pertanto, conformemente a tale procedura, il sistema della direttiva si compone – oltre che del testo di primo livello (la direttiva 2004/39/CE) - anche di una direttiva di secondo livello (direttiva 2006/73/CE) e di un regolamento comunitario (regolamento 1287/2006/CE).

Ad ogni modo, la MiFID I si pone come obiettivi principali:

- La tutela degli investitori, che rappresenta il principio base della direttiva;
- L'integrità dei mercati, che deve essere garantita da comportamenti onesti, equi e professionali degli operatori;
- Maggiori livelli di efficienza, trasparenza ed integrazione delle infrastrutture di negoziazione;
- Rafforzamento dei sistemi di governance, con un'accurata gestione e controllo dei potenziali conflitti di interesse, con l'adozione di sistemi di controllo interni relativi ad assetti organizzativi, reporting e definizione delle responsabilità.

Con la MiFID, in aggiunta, la consulenza in materia di investimenti torna ad essere inquadrata nel TUF tra i "servizi e le attività di investimento", perdendo l'appellativo di servizio accessorio. Ciò comporta che per lo svolgimento di tale attività è indispensabile ottenere l'autorizzazione e, di conseguenza, torna ad essere riservata solo a soggetti autorizzati, ossia le imprese di investimento (persone fisiche o giuridiche).

Il recepimento della Direttiva nell'ordinamento nazionale ha quindi elevato l'attività di consulenza in materia di investimento a servizio finanziario riservato a soggetti che esercitano l'esercizio a titolo professionale; infatti, la consulenza finanziaria ai risparmiatori è da sempre

---

<sup>12</sup> PROCEDURA LAMFALUSSY: procedura legislativa comunitaria articolata in quattro livelli, introdotta nel 2001 al fine di razionalizzare la produzione normativa comunitaria in materia finanziaria.

considerata importante ed essenziale al fine di consentire alla clientela meno esperta di conseguire positivi risultati reddituali, di evitare errori comportamentali e di ridurre rischi di portafoglio non coerenti con le aspettative di rendimento (Scolari, 2013).

Inoltre, la Direttiva va ad apporre una modifica al TUF inserendo nell'Art. 1. Comma 5-septies la definizione di "attività di consulenza in materia di investimenti", stabilendo che per tale attività "si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad 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 distributivi".

In questa definizione si tende a sottolineare i requisiti che deve avere l'attività di consulenza: deve essere personalizzata, diversificandosi così da tutte le altre attività che prevedono il rilascio di consigli di carattere generale; deve essere determinata, ovvero deve prevedere dei consigli riferiti specificatamente ad uno strumento finanziario e alle operazioni relative a tale strumento finanziario e non raccomandazioni relative a categorie o gruppi di strumenti finanziari.

Per ciò che riguarda la disciplina dell'offerta di servizi di negoziazione, si comunica l'abbandono del principio della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, a favore della creazione di un sistema fortemente concorrenziale tra sedi di negoziazione alternative (trading venues): sicché, si introduce la distinzione tra mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (Multilateral Trading Facilities – MTFs) e intermediari autorizzati, eventualmente operanti in qualità di "internalizzatori sistematici"<sup>13</sup>.

Le definizioni dei tre istituti sono le seguenti:

---

<sup>13</sup> [http://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/06/06\\_cap17\\_sch08.htm](http://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/06/06_cap17_sch08.htm)

a) il mercato regolamentato è un “sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l’incontro - al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente”<sup>14</sup>;

b) il sistema multilaterale di negoziazione (Multilateral Trading Facilities – MTF) è un “sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno 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”<sup>15</sup>;

c) l’internalizzatore sistematico è “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”<sup>16</sup>.

Il legislatore europeo, ponendo le diverse sedi di negoziazione in concorrenza reciproca, mirava ad aumentare l’efficienza e la liquidità dei mercati<sup>17</sup> e per evitare che la frammentazione degli scambi tra le differenti sedi di esecuzione avesse effetti negativi sul corretto funzionamento dei mercati e sul meccanismo di formazione dei prezzi, essa stabiliva obblighi di trasparenza prima e dopo la negoziazione (pre e post trading) in capo a tutte le trading venues.

Tra i nuovi strumenti finanziari, si segnala invece un maggior numero di contratti di opzione, a termine (futures), swap e su strumenti derivati.

---

<sup>14</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-regolamentato.html>

<sup>15</sup> Cfr. Art. 4, comma 15, Direttiva 2004/39/CE

<sup>16</sup> Cfr. Art. 4, comma 7, Direttiva 2004/39/CE

<sup>17</sup> Cfr. G. Rubba, L’impatto ed i risvolti della Direttiva MIFID sul Testo Unico Finanza, in *Innovazione e Diritto* n. 3/2008, Università degli stidi di Napoli, ISSN 1825-9871, 2008

Uno dei principi cardine su cui si basa la MiFID è la tutela degli investitori; essa si propone di garantire adeguati ed uniformi livelli di protezione ai risparmiatori dei diversi stati membri, imponendo alle imprese di investimento:

- a. L'obbligo di fornire informazioni sufficienti per permettere al cliente scelte di investimento consapevoli e per valutare l'affidabilità dell'intermediario;
- b. L'obbligo di garantire, principalmente, il rispetto dell'interesse del cliente.

Questo doppio meccanismo vincola gli intermediari a seguire regole di comportamento specifiche, infatti, come già specificato poc'anzi, le imprese di investimento e gli intermediari autorizzati sono tenuti a differenziare la propria clientela suddividendola in tre diverse tipologie: investitori retail, investitori professionali e controparti qualificate. Questa suddivisione permette di evidenziare il diverso livello di competenza finanziaria a cui associare diversi livelli di informazione finalizzati a tutelare i soggetti con minori capacità e conoscenze finanziarie, informazioni che in ogni caso devono essere "fair, clear and not misleading". Infine, l'intermediario è chiamato a comunicare ai propri clienti la categoria in cui sono stati inseriti e le conseguenti implicazioni (in termini di livello di protezione, obblighi informativi, implicazioni legali in caso di controversie, ecc.)<sup>18</sup>.

Con l'introduzione della MiFID I sono stati introdotti due ulteriori principi cardine, corrispondono a due dei principali doveri in capo ai consulenti finanziari, ovvero la c.d. "valutazione di adeguatezza" ed il "test di appropriatezza".

Con il vocabolo "adeguatezza" si richiama un giudizio di proporzionalità: è adeguato qualcosa rispetto a qualcos'altro; in riferimento alla consulenza si tratta di rapportare l'operazione proposta alle caratteristiche del cliente cui viene raccomandata e deve essere valutata sulla base delle informazioni acquisite dai clienti.

---

<sup>18</sup> V. Conti, Mercati finanziari e sviluppi regolamentari: inquadramento della direttiva MiFID

D'altro canto, i consulenti finanziari hanno l'obbligo di valutare la capacità degli investitori di comprendere i rischi legati all'investimento e la loro consapevolezza rispetto alla tipologia di prodotto finanziario prescelto. Per farlo devono procedere alla valutazione di appropriatezza, mediante un questionario o una breve intervista appositamente studiati. Grazie alla valutazione di appropriatezza dell'investitore, il consulente può comprenderne a fondo le intenzioni e il profilo di rischio-rendimento. In questo modo potrà offrire al suo cliente un prodotto finanziario davvero adatto alle sue esigenze<sup>19</sup>.

Un'ulteriore regola proposta dalla MiFID è stata la best execution (miglior esecuzione) che vale per tutte le tipologie di strumenti finanziari. Essa prevede che si debba garantire al cliente il raggiungimento del miglior risultato possibile, avendo a riguardo<sup>20</sup>:

- prezzo;
- costi;
- rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento;
- dimensioni;
- natura dell'ordine;
- qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.

In merito alle informazioni sulla best execution gli intermediari devono<sup>21</sup>:

- fornire informazioni appropriate ai clienti circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata;
- specificare ai clienti se la strategia prevede che gli ordini possano essere eseguiti al di fuori di una sede di negoziazione;
- ottenere il consenso preliminare del cliente sulla strategia di esecuzione degli ordini;

---

<sup>19</sup> <https://www.concreteinvesting.com/blog/investimenti-e-finanza/valutazione-di-appropriatezza/>

<sup>20</sup> <https://risparmiogestito.money.it/Best-execution-cos-e-la-strategia-di-esecuzione-degli-ordini>

<sup>21</sup> <https://risparmiogestito.money.it/Best-execution-cos-e-la-strategia-di-esecuzione-degli-ordini>

- ottenere il consenso preliminare esplicito del cliente prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di una sede di negoziazione;
- dimostrare ai clienti, su richiesta, che hanno eseguito gli ordini in conformità della strategia di esecuzione e alle Consob di aver ottemperato alle disposizioni in materia di best execution;
- valutare l'efficacia delle loro misure di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare, e in caso correggere, eventuali carenze.

### **1.6 La Direttiva MiFID di secondo livello**

Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione la nuova direttiva MiFID II (2014/65/EU) che, insieme alla MiFIR o Markets in financial instruments regulation (regolamento EU n. 600/2014) ha preso il posto della precedente regolamentazione Europea, dando vita ad un processo che porterà all'applicazione della nuova normativa sui servizi di investimento.

Le principali novità introdotte con l'entrata in vigore di MiFID II riguardano i seguenti ambiti:

- La trasparenza: gli intermediari devono garantire alla clientela una comunicazione trasparente e coerente con il servizio prestato.
- Il servizio di consulenza: la consulenza diventa un vero e proprio servizio di investimento che può essere prestato soltanto da intermediari autorizzati.
- La classificazione della clientela: i clienti sono suddivisi in categorie, ciascuno con un diverso livello di tutela.
- La raccolta di informazioni: diventa obbligatorio raccogliere le informazioni utili per assegnare a ciascun cliente un profilo di rischio.
- La Best Execution: gli intermediari devono assicurare al cliente che tutte le operazioni siano eseguite alle migliori condizioni possibili.

La seconda Direttiva MiFID si porta con sé dalla MiFID I l'obbligo di assicurare delle corrette, chiare e non fuorvianti informazioni al cliente sia prima che dopo la negoziazione sui costi e sui prezzi degli strumenti finanziari; inoltre essa introduce anche il concetto di “consulenza indipendente” con la quale si intende l'offerta, da parte di un soggetto qualificato, di consigli personalizzati in merito ad un'ampia gamma di prodotti percependo compensi soltanto dal cliente risparmiatore.

I servizi e le attività di investimento che gli intermediari abilitati possono offrire ai loro clienti si articolano su una vasta gamma, essi possono effettuare:

- Ricezione e trasmissione degli ordini secondo la modalità di execution only, che riguarda la mera esecuzione o trasmissione degli ordini secondo cui gli intermediari non sono tenuti ad acquisire dal cliente le informazioni in merito alla conoscenza ed esperienza, né ad effettuare una valutazione di appropriatezza. Ovviamente il cliente deve essere consapevole che non beneficia di tale tutela; l'intermediario si pone solo come mero tramite tra il cliente ed il mercato e le diverse sedi di esecuzione degli ordini.
- Ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto della clientela e negoziazione per conto proprio relativamente a strumenti, collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento, per questi tipi di servizi il cliente ha diritto ad una tutela intermedia;
- Consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli, per queste due attività, invece, si deve assicurare la massima tutela, andando a valutare se ogni operazione di investimento è coerente e congrua al profilo del cliente.

La novità introdotta con la MiFID I, ovvero che la consulenza diventa un servizio di investimento che può essere svolto solo da intermediari abilitati aventi l'autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza e iscritti ad un apposito Albo, continua ad essere mantenuta anche con l'entrata in vigore della MiFID II.

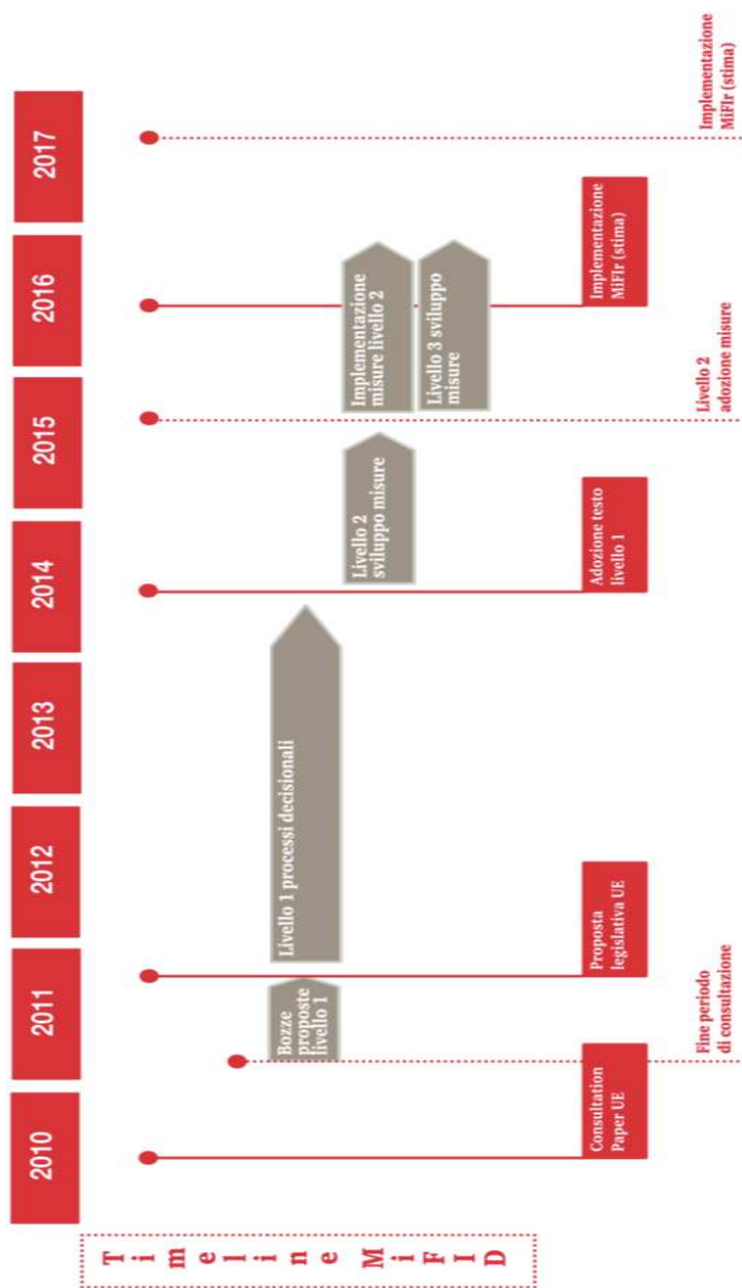


Nel luglio 2016, un paio di anni prima del recepimento della Direttiva, è nato un nuovo mercato della Borsa italiana: gli MTF (acronimo inglese di Multilateral trading facilities), ovvero circuiti alternativi di negoziazione che offrono ai trader e agli intermediari finanziari un'alternativa alle borse tradizionali. Questi consentono di operare su una più ampia varietà di mercati rispetto alle borse tradizionali, includendo gli asset che non hanno accesso a un mercato ufficiale.

L'introduzione degli MTF non ha, però, evitato che talune tipologie di strumenti finanziari fossero negoziate in mercati de-regolamentati (i cosiddetti OTC - over the counter) con evidenti ricadute in tema di sicurezza e trasparenza degli scambi; nel comparto OTC è tutto caratterizzato dall'anonimato.

Per far luce in questa zona grigia, una novità importante che si pone la MiFID II in confronto alla MiFID I è la creazione di un nuovo sistema di negoziazione denominato Organaised trading facilities (OTF), quale sistema multilaterale che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati con l'obiettivo di recuperare la fiducia degli investitori nei confronti dei mercati e degli operatori finanziari.

Figura 1: Timeline Mifid II



Fonte: “Gli impatti della Mifid II nell’asset management: una prospettiva”, pwc, 2014

## CAPITOLO 2 - L'ATTIVITA' DI CONSULENZA

### 2.1 Introduzione

Come è sorto dal precedente capitolo, l'attività di consulenza finanziaria è una professione in continua evoluzione, che deve essere sottoposta a precise modifiche per rimanere al passo con le mutazioni dei mercati finanziari e con la nascita di nuovi prodotti.

La consulenza finanziaria ha un ruolo molto importante nel nostro sistema finanziario, essa implica la programmazione ed il monitoraggio di investimenti di risorse finanziarie appartenenti a una o più persone fisiche o giuridiche, le quali decidono di ricorrere ad un professionista nel campo finanziario per gestire in modo consapevole il loro patrimonio<sup>22</sup>.

La consulenza ha anche una finalità importante: ottimizzare il benessere finanziario di una famiglia, di un individuo o di un'azienda, ma anche quello di programmare la gestione delle risorse finanziarie con risvolti positivi per il futuro.

Per consulenza in materia di investimenti si intende “la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta al cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”<sup>23</sup>.

Pertanto, bisogna considerare che la maggior parte delle persone che decidono di investire denaro nel mercato finanziario non hanno le competenze necessarie per comprendere le dinamiche dello stesso (Lusardi e Mitchell, 2011), per conoscere adeguatamente gli strumenti finanziari disponibili o analizzare tutte le informazioni che il mercato offre<sup>24</sup>, proprio per

---

<sup>22</sup> <https://www.moneycontroller.it/concetti-della-finanza/consulenza-finanziaria>

<sup>23</sup> Cfr. Art. 1, comma 5 septies TUF

<sup>24</sup> Vedere paragrafo 2.2.3 sull'alfabetizzazione finanziaria.

questo motivo decidono di affidarsi ad un consulente che li aiuti nella gestione degli investimenti e che gli proponga operazioni su strumenti finanziari coerenti con il suo profilo di rischio-rendimento.

Alla scarsa educazione finanziaria delle persone, si aggiunge anche il problema della finanza comportamentale: studi empirici dimostrano che quando i soggetti si trovano a dover effettuare scelte di investimento, spesso si lasciano influenzare dall'emozione compiendo, così, scelte sbagliate ed incoerenti.

Il consulente deve, quindi, capire le necessità e le prospettive del cliente svolgendo un'accurata analisi dei suoi bisogni presenti e futuri, comprendere la propensione al rischio in modo da aiutarlo a gestire al meglio il suo patrimonio finanziario.

## **2.2 Personalizzazione e raccomandazione**

La consulenza è una prestazione svolta dall'intermediario che effettua delle raccomandazioni personalizzate al cliente, che hanno ad oggetto operazioni relative a strumenti finanziari, o perché vi è una richiesta da parte di quest'ultimo o perché l'intermediario la effettua di propria iniziativa. Il servizio di consulenza per quanto è stato annoverato tra i servizi di investimento, non è facile inquadrare e capire se effettivamente un intermediario compie o meno una raccomandazione. Quindi, molto spesso, nell'attività che compie l'intermediario, il confine tra una raccomandazione personalizzata e un semplice consiglio o informazione (raccomandazione non personalizzata) è un confine labile: ci sono, infatti, raccomandazioni che si trovano al limite dove non è sempre agevole distinguere se siamo dinanzi ad una consulenza o se quel caso concreto non consente di definire quel determinato parere espresso dall'intermediario come consulenza.

Il legislatore, a riguardo, ha espressamente affermato che affinché si presenti un'attività di consulenza occorre tenere in considerazione alcuni elementi. Intanto, bisogna distinguere la raccomandazione dalla semplice informazione: la consulenza richiede una raccomandazione

e questa implica che deve esserci, rispetto a quell'informazione rivolta al cliente, un apporto di un'opinione da parte dell'intermediario. Al contrario, l'informazione non è altro che una mera rappresentazione di dati o di fatti che l'operatore effettua nei confronti dell'investitore senza apporre una determinata opinione. Quindi, fornire semplici informazioni senza aggiungere alcun tipo di commento certamente non è raccomandazione; pertanto possiamo dire che una semplice informazione esula dalla raccomandazione. Al contempo, il legislatore delinea come attività di consulenza anche quando l'insieme delle semplici informazioni possono, se sommate collettivamente, assumere un valore consulenziale. Tutto ciò sta a significare che le semplici informazioni, se prese singolarmente, non assumono il valore di consulenza, ma possono comunque assumerlo qualora le stesse vengano ad essere delineate nel loro insieme. In sostanza è raccomandazione se aggiunge qualcosa in più e se la sommatoria di tante informazioni, nel loro insieme, riesce ad aggiungere qualcosa in capo all'investitore.

Un altro aspetto da tenere in considerazione è il fatto che le raccomandazioni devono essere ad hoc, riferite esclusivamente a strumenti finanziari (come azioni, obbligazioni, derivati, fondi comuni d'investimento). Altro aspetto è che queste raccomandazioni sono tali se risultano essere adeguate anche rispetto al cliente che riceve la raccomandazione stessa e ciò vuol dire che la consulenza si concretizza quando la raccomandazione è basata sulle caratteristiche personali del cliente. Si richiede, cioè, per la consulenza, anche una personalizzazione.

La personalizzazione consiste in un rapporto bilaterale tra l'intermediario che fornisce la raccomandazione e il cliente, che le riceve, e questo rapporto è fondato sulla conoscenza da parte dell'intermediario di quelli che sono gli obiettivi d'investimento del cliente e della sua situazione finanziaria in modo tale che queste raccomandazioni siano specifiche per le esigenze dell'investitore. La raccomandazione è personalizzata ogniqualvolta questa viene ed

essere presentata dall'intermediario come la più adatta a quelle che sono le caratteristiche e le esigenze del cliente.

Quindi, in questo servizio, è difficile distinguere i due casi: bisogna analizzare la fattispecie concreta (cioè vedere la singola attività di raccomandazione) per capire con ragionevole sicurezza se effettivamente l'intermediario ha compiuto o meno un servizio di consulenza e quindi, a quel punto, se era autorizzato; d'altronde il servizio d'investimento non può essere svolto da soggetti non autorizzati. Qualora un consulente non autorizzato svolgesse un servizio di consulenza potrebbe incorrere in sanzioni: è possibile trovarsi di fronte ad un'ipotesi di abuso della prestazione dei servizi e delle attività d'investimento (ex art 166 del TUF, che vale certamente per la consulenza ma anche per tutti i servizi e le attività d'investimento). L'abuso implica delle sanzioni che vengono ad essere irrogate e che possono essere di tipo penale (previste per coloro che non hanno l'autorizzazione e svolgono servizi e attività d'investimento) con periodi di reclusione che possono andare da 1 a 8 anni e/o sanzioni pecuniarie con multe che possono arrivare fino a 10.000€, ma soprattutto la denuncia da parte dell'attività di vigilanza al Pubblico Ministero, affinché istruisca e adotti i provvedimenti applicabili in caso di abuso di attività e di esercizio.

La consulenza finanziaria richiede anche un ulteriore requisito affinché si concretizzi, ovvero quello dell'essere eseguita dall'intermediario con professionalità: l'attività di consulenza finanziaria richiede all'intermediario finanziario che questo la esegua in modo professionale (non in maniera sporadica) con la diligenza e perizia professionale.

In sostanza, i caratteri idonei a fugare i dubbi legati alla qualificazione dell'attività come consulenza sono:

- ➔ Deve esserci raccomandazione (e non semplice informazione);
- ➔ Deve avere ad oggetto strumenti finanziari;
- ➔ Deve essere fatta con mezzi non rivolti al pubblico;
- ➔ Deve essere personalizzata (idonea per quel particolare cliente);

→ Deve essere svolta con professionalità.

### **2.3 Soggetti abilitati all'attività di consulenza finanziaria**

I soggetti autorizzati a svolgere attività consulenziale intesa come servizio d'investimento sono coloro iscritti all'albo dei consulenti finanziari (intesi come persone fisiche), ma troviamo anche delle società con particolari requisiti professionali di onorabilità, di indipendenza e patrimoniali che sono, appunto, le società di consulenza finanziaria. Essendo un servizio (un'attività d'investimento) è chiaro che può essere svolto da tutti gli intermediari (quindi società d'intermediazione mobiliare, imprese d'investimento, banche, ecc.), dai consulenti finanziari e dalle società di consulenza finanziaria. Questi soggetti iscritti in un apposito albo sono, quindi, dei professionisti intellettuali (Art. 2229 c/c) e devono svolgere la loro attività professionale con diligenza e necessitano, dunque, dell'autorizzazione da parte dell'attività di vigilanza.

Per ottenere l'autorizzazione nel caso dei consulenti finanziari serve un titolo di studio, una prova abilitativa, requisiti di indipendenza, onorabilità, così come per le società di consulenza finanziaria.

### **2.4 Informazioni pre - contrattuali**

È ovvio che l'intermediario, essendo una raccomandazione personalizzata, può rientrare nella nozione di attività consulenziale quando riceve dal cliente determinate informazioni: l'intermediario deve avere conoscenza e cognizione su quelle che sono le notizie patrimoniali, conoscitive e di esperienza finanziaria che il cliente possiede, senza le quali l'intermediario non può svolgere un'attività personalizzata. Se non si conosce la situazione del cliente, certamente l'intermediario non può raccomandare nulla a quest'ultimo. Infatti, la raccomandazione deve essere adeguata al profilo del cliente.

Un'altra considerazione che è possibile fare è che il flusso informativo, in materia d'intermediazione, è bidirezionale: esso va dall'intermediario al cliente ma anche dal cliente all'intermediario e questo vale anche nel contesto della consulenza finanziaria; pertanto il contratto deve determinare "se è previsto l'obbligo per il cliente di comunicare al consulente le operazioni su strumenti finanziari che ha effettivamente eseguito tra quelle che il consulente ha raccomandato" (Art. 16, comma 1 lett. g Reg.). La disposizione presuppone anche che il consulente può fare una pluralità di raccomandazioni, all'interno delle quali il cliente esegue poi quella che ritiene più opportuna.

È, inoltre, previsto che il contratto determina almeno la remunerazione del servizio di consulenza, quindi il consulente viene pagato sulla base del lavoro svolto. Sotto il profilo dell'organizzazione del lavoro del consulente finanziario, il contratto deve determinare "i metodi di comunicazione che devono essere utilizzati tra il consulente e il cliente per la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, compresa l'indicazione se sia consentito l'utilizzo di comunicazioni elettroniche" (Art. 16, comma 1, lett. J Reg.). La determinazione della modalità di comunicazione si potrà rivelare utile nel momento in cui verrà, ex post, contestata al consulente la mancata comunicazione di determinate informazioni; per questo motivo è preferibile utilizzare una modalità di comunicazione che consenta di provare l'avvenuta ricezione delle informazioni.

La Legge prevede che per il contratto di consulenza la forma sia libera, quindi questo può essere sia orale che scritto, ma è pur sempre raccomandata la forma scritta, poiché in caso di controversie, il contratto costituisce la prova dell'accordo. La Legge dice, infatti, che "i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'Art. 1, comma 5, lettera f, e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti ... nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo" (Art. 23, comma 1, TUF). Mentre per gli altri servizi di investimento il contratto deve essere predisposto in forma scritta a pena di nullità.



In generale, il requisito della forma scritta serve a diminuire il pericolo di controversie fra contraenti e può ridurre il rischio di successive divergenze fra le parti.

## **2.5 Comportamento che il consulente finanziario è chiamato a tenere**

Per quanto riguarda le norme di comportamento che un consulente deve tenere, esse sono contenute nell'Art. 12 del Regolamento dei consulenti finanziari, rubricato "regole generali di comportamento". Il Regolamento contiene anzitutto il principio secondo cui «nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza» (Art. 12, comma 1). Questa disposizione si riferisce alla "prestazione" del servizio di consulenza e con tale termine la Consob vuole fare riferimento all'intera durata del rapporto fra i contraenti, dal momento dei primi contatti fra il cliente (che è ancora "potenziale") e il consulente finanziario fino alla cessazione della relazione<sup>25</sup>.

L'Art. 12 comma 1 del Regolamento richiama "diligenza", "correttezza" e "trasparenza", al fine di determinare quale debba essere il buon comportamento dei consulenti finanziari e questi tre aggettivi sono menzionati espressamente nella disposizione-cardine in materia di norme di comportamento dei soggetti abilitati, ossia nell'Art. 21 TUF, dove si afferma che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati» (art. 21 comma 1 lett. a TUF).

Sempre il Regolamento tratta di come devono essere acquisite le informazioni e come i consulenti debbano informare i propri clienti, inoltre recita che i consulenti finanziari devono fornire "al cliente o potenziale cliente informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché il cliente o potenziale cliente possa ragionevolmente

---

<sup>25</sup> Regolamento Consob n. 17130 del 2010 e l'attività dei consulenti finanziari

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 comma 1 lett. a Reg.). L’informazione, quindi, deve essere comprensibile e deve tenere conto della capacità di lettura del cliente di quell’informazione; pertanto, i consulenti devono comportarsi in modo diligente, professionale, corretto e trasparente per servire al meglio l’interesse del cliente.

## **2.6 Tipologie di consulenza finanziaria**

Il legislatore, con la Direttiva MiFID, reintegra il servizio di consulenza andando a suddividerlo in due categorie:

- Consulenza finanziaria indipendente (fee-only);
- Consulenza finanziaria non indipendente (abilitato all’offerta fuori sede).

La prima categoria, anche detta fee-only, è disciplinata all’Art. 18-bis del TUF, e fa riferimento a quel professionista che fornisce un servizio di consulenza in materia di investimenti in assenza di qualsiasi conflitto di interesse in quanto remunerato esclusivamente dal cliente<sup>26</sup>. Il consulente finanziario indipendente, infatti, non percepisce provvigioni o commissioni di alcun genere da banche, SIM, compagnie assicurative, SGR, è completamente svincolato dalla vendita di prodotti finanziari o assicurativi ed eroga un servizio di consulenza “puro” al cliente, che continuerà ad operare con la propria banca di fiducia<sup>27</sup>.

D’altro canto, se un consulente non è indipendente, il cliente conosce e soprattutto è informato che alcuni rapporti del professionista possono compromettere l’imparzialità della valutazione delle raccomandazioni; ciò non vuol dire che se il consulente è non indipendente allora non è

---

<sup>26</sup> Quirici M. Cristina, “Il mercato mobiliare”, 2010

<sup>27</sup> M. Serra, “Consulente finanziario indipendente”, 2008

tenuto a fare l'interesse del cliente in quanto quest'ultimo è sempre un principio primario (di correttezza, di diligenza e di valutazione).

Il consulente indipendente opera in maniera autonoma e non è neanche vincolato alla vendita di strumenti finanziari della "società madre".

Il consulente fee-only è un libero professionista che viene retribuito esclusivamente a parcella e direttamente dai clienti che si avvalgono dei suoi servizi, questi ultimi potrebbero concedere al consulente dei benefici aggiuntivi minimi ma questi devono essere tali da non alterare l'imparzialità e giustificati dal fatto che tendono a migliorare la qualità del servizio offerto. Nella consulenza indipendente, l'unico obiettivo del professionista è quello di esaudire le esigenze del cliente e di conseguenza l'interesse del cliente e quello del consulente diventano allineati.

Al contrario, il consulente abilitato all'offerta fuori sede viene pagato tramite provvigioni sui prodotti finanziari venduti dalla banca o dall'intermediario finanziario per cui lavora. Di conseguenza, un risparmiatore che sceglie di affidarsi ad un consulente autonomo dovrà mettere in conto che si troverà a pagare un costo superiore per questo tipo di prestazione fornitagli rispetto a quello che avrebbe pagato con la consulenza dipendente, ma ha il vantaggio di ricevere una consulenza priva di conflitti di interesse. Se il cliente non è chiamato a scegliere il tipo di consulenza, dovrà essere comunque informato nell'eventualità questa fosse dipendente, in quanto potrebbe incorrere nel rischio di mancata imparzialità, pertanto si deve rendere noto al cliente quali sono le commissioni e le percentuali che riceve il consulente rispetto al prodotto raccomandato.

In linea generale, le caratteristiche principali di un consulente fee-only sono:

- Assenza di conflitto di interessi: lavora solo per i suoi clienti e non su mandato di un intermediario;
- Competenza professionale: frequenta percorsi formativi personalizzati e seminari di aggiornamento erogati da esperti del settore;

- Efficienza e trasparenza.

Inoltre, il consulente finanziario indipendente, durante lo svolgimento della sua attività, deve rispettare un determinato codice etico ed i principi da osservare sono:

- L'integrità: essa richiede onestà ed integrità e non deve essere subordinata al guadagno personale;
- L'oggettività: in quanto il consulente finanziario indipendente è obiettivo nel fornire i propri servizi professionali e lo fa con prudenza, onestà intellettuale ed imparzialità;
- La competenza: il consulente ha adeguate competenze e preparazione professionale;
- L'imparzialità: poiché il consulente è tenuto a comunicare al cliente tutte le informazioni relative al proprio rapporto professionale;
- La riservatezza: il consulente fee-only non deve rivelare informazioni confidenziali sorte dal rapporto con il proprio cliente;
- La correttezza: è chiamato a segnalare eventuali comportamenti illegali e scorretti;
- La diligenza.

## Principali differenze tra promotore e consulente indipendente

|               | PROMOTORE  | CONSULENTE<br>INDIPENDENTE   |
|---------------|--|--|
| QUALIFICA     | Soggetto che esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario  | Persona fisica in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali che, in autonomia e indipendenza dagli altri soggetti abilitati, esercita professionalmente, senza detenere denaro appartenente ai clienti, l'attività di consulenza finanziaria |
| ATTIVITA'     | Promuove e colloca prodotti e servizi finanziari; offre consulenza in materia di investimenti; offre consulenza generica congiunta al servizio di collocamento | Consulenza in materia di investimenti e consulenza generica  |
| REQUISITI     | Professionalità e onorabilità  | Onorabilità, professionalità e indipendenza  |
| ALBO          | Albo dei promotori finanziari tenuto dall'organismo costituito dalle associazioni professionali che rappresentano i promotori e i soggetti abilitati           | Albo dei consulenti finanziari persone fisiche tenuto da un organismo i cui rappresentanti sono nominati con decreto del ministero dell'Economia e delle Finanze sentita la Banca d'Italia e la Consob   |
| REMUNERAZIONE | Percentuale delle commissioni generate nel collocamento di prodotti  | Fee only o non fee only  |

Fonte: Di Mascio, "La consulenza finanziaria", 2011

Come già accennato precedentemente, le persone fisiche che in Italia sono abilitate all'esercizio della professione di consulente finanziario, sia quelli abilitati all'offerta fuori sede che quelli autonomi, sono tenuti ad iscriversi ad un apposito albo professionale, l'albo unico dei consulenti finanziari (ACF) tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF).

L'iscrizione all'Albo viene effettuata dall'Organismo dopo aver accertato il possesso del richiedente di tutti i seguenti requisiti prescritti:

- a. essere in possesso dei requisiti di onorabilità e non trovarsi in una delle situazioni impeditive;
- b. essere muniti del titolo di studio prescritto;
- c. aver superato la prova valutativa.

Inoltre, non possono essere iscritti all'Albo dei consulenti finanziari coloro che non rispecchiano i requisiti di onorabilità e che quindi:

- si trovano in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza;
- sono stati sottoposti a misura di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria;
- sono stati condannati con sentenza irrevocabile.

Per giunta, l'organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari è anche chiamato a:

- rifiutare le richieste di iscrizione all'albo per difetto dei requisiti;
- cancellare le iscrizioni all'albo;
- rilasciare gli attestati di iscrizione cancellazione all'albo;
- svolge ogni attività necessaria ai fine dell'iscrizione all'albo, ad esempio indizione e organizzazione delle prove valutative;
- aggiornare tempestivamente l'albo;
- verificare la permanenza dei requisiti per l'iscrizione all'albo.

## **2.7 Classificazione della clientela**

Il consulente finanziario, una volta ottenuta l'iscrizione all'albo potrà, successivamente, dare il via alla propria attività ma, in seguito alle norme emanate dalla Direttiva MiFID dovrà suddividere i propri clienti in categorie sulla base dell'esperienza, conoscenza e competenza degli stessi.

Sulla base di questi tre criteri, i clienti vengono ad essere classificati e la classificazione implica degli obblighi differenziati in capo agli intermediari, circa le informazioni che devono fornire.

Quindi l'intermediario sarà tenuto a dare delle informazioni maggiori a coloro che hanno meno esperienza e meno conoscenza e darà delle informazioni minori a coloro che hanno maggiore esperienza e conoscenza. La suddivisione delle categorie dei clienti implica delle diversità, non solo per quanto riguarda le informazioni che devono essere rese alla clientela, ma anche per quanto riguarda le informazioni che devono essere ricevute dal cliente stesso, che sono ovviamente necessarie al fine di verificare la profilatura e quindi l'adeguatezza e l'appropriatezza del servizio reso.

In sostanza, le regole di condotta degli intermediari verranno applicate in un modo diverso a seconda della categoria di cliente.

Prima della MiFID, quindi ante-2007, il vecchio Testo Unico dell'intermediazione Finanziaria distingueva già due categorie di clienti, quella degli investitori ordinari e quella degli operatori qualificati. Perciò già era nota una classificazione, ma tale era solo duale, erano presenti solo due classi di soggetti. Quelli qualificati erano individuati dalla Consob mediante un apposito elenco che sostanzialmente andava a comprendere tutti quei soggetti operanti in maniera professionale nel settore finanziario, tra gli operatori qualificati, ad esempio, venivano comprese le società di gestione del risparmio oppure le società di intermediazione mobiliare. Diversamente, gli investitori ordinari erano quelli che avevano tutto un insieme di regole

diverse, perché rispettose della loro debolezza, e quindi regole di condotta molto più penetranti ed incisive, a tutela dell'investitore ordinario.

Con la MiFID si vanno ad ampliare le categorie, che da due passano a tre:

- Controparte qualificata
- Clienti professionali
- Clienti al dettaglio

Questa classificazione degli investitori nelle rispettive classi di appartenenza non è una identificazione immutabile, è possibile che i soggetti riescano a cambiare la loro categoria iniziale di appartenenza con il passare del tempo, e quindi il soggetto che in principio era cliente al dettaglio, varia la sua profilatura e potrebbe diventare un cliente professionale.

La prima categoria, la controparte qualificata, viene così definita in quanto possiede il più alto livello di esperienza, di conoscenza e di competenza in materia di investimenti, ed essendo qualificata è chiaro che non necessita di una tutela particolare, di conseguenza avrà un livello di protezione minore rispetto alle altre due classi.

Questa categoria, essendo meno tutelata, ha sicuramente un margine di libertà e di azione più ampio.

Tra le controparti qualificate, che non necessitano di una tutela così minuziosa, rientrano i soggetti che hanno esperienza in ambito finanziario, e sono:

- Imprese di investimento;
- Enti creditizi;
- Imprese di assicurazioni;
- Organismi di investimento collettivo;

chiaramente bisogna sottolineare, però, come la categoria di controparte qualificata viene ad essere esclusivamente applicata solo rispetto ad alcuni servizi di investimento, ovvero quello di negoziazione per conto proprio e quello di esecuzione di ordini per conto dei clienti. Per tutti gli altri servizi, l'intermediario deve pur sempre tener conto di una tutela, seppur minima



e deve garantire la migliore esecuzione possibile, la comunicazione ai clienti, l' idoneità di quel determinato servizio per quel particolare soggetto e deve sempre gestire eventuali situazioni conflittuali. Quindi si parla di controparte qualificata è vero che essa ha un margine di autonomia più ampio e che le regole di comportamento gravanti sull'intermediario tendono ad essere attenuate, ma ciò non vuol dire che vengono ad essere cancellate.

Nella seconda categoria rientrano i clienti professionali e questa è una classe che non esisteva prima dell'entrata in vigore della MiFID, in quanto venivano trattati solo i clienti qualificati e quelli ordinari. I clienti professionali sono quei clienti che possiedono esperienza, conoscenza ed anche competenza in ambito finanziario, tale da fargli assumere in maniera consapevole le proprie decisioni in materia di investimento e sono professionali poichè riescono, in maniera autonoma, a valutare i rischi dell'operazione che tendono ad assumere.

Questi clienti professionali possono dividersi a loro volta in due sottocategorie:

- Clienti professionali pubblici, tra cui rientra la banca d'Italia, il governo, le regioni, etc., quindi soggetti che hanno una natura di diritto pubblico;
- Clienti professionali privati (oggetti di diritto privato), come le imprese di grandi dimensioni, le società che hanno almeno un totale di bilancio pari a 20 milioni e un fatturato netto di almeno 40 milioni (società rilevanti). Possono rientrare in questo gruppo anche gli investitori privati la cui attività principale è l'investimento in strumenti finanziari che vengono ad essere caratterizzati dal fatto che sono istituzionali, quindi svolgono questo tipo di attività professionalmente.

Come già accennato prima, la possibilità di ottenere la qualifica di cliente professionale può nascere sia dall'appartenenza a questa categoria specifica, ma può essere conseguita in seguito; un cliente che possiede un portafoglio di strumenti finanziari pari almeno a mezzo milione oppure se lavora o ha lavorato in passato nel settore finanziario o se ha già effettuato operazioni finanziarie significative nei trimestri precedenti, può far richiesta all'intermediario di cambiare la propria categoria

L'intermediario prima di decidere se un cliente può o meno essere ricompreso nella categoria di professionale deve valutare alcuni indici legati all'esperienza, alla conoscenza, e soprattutto deve verificare alcuni aspetti fondamentali, in assenza dei quali in cliente non può essere considerato professionale.

Come avviene per la controparte qualificata, però, anche per i clienti professionali ci sarà una tutela minore da parte dell'intermediario e di conseguenza questo comporterà delle regole di protezione inferiori rispetto a quelle dei clienti al dettaglio.

La MiFID II, però, ha attuato un servizio di tutela più penetrante per queste prime due categorie e questa ha imposto all'intermediario di fornire, in ogni caso, tutta la parte delle informazioni precontrattuali circa il servizio offerto e queste informazioni devono essere chiare e non fuorvianti. Inoltre, la MiFID ha anche imposto l'obbligo di rendicontazione, cioè l'intermediario deve offrire al cliente in maniera periodica il rendiconto sui servizi prestati. Allora, quella forma di tutela minore che il cliente professionale riceve rispetto al cliente al dettaglio, ricade sul fatto che l'intermediario è in parte esonerato da obblighi comportamentali, ma al tempo stesso è responsabile di un insieme di attività che deve adempiere, nel rispetto dei criteri generali, quali appunto la rendicontazione, il contratto informativo, la forma scritta, la divulgazione sui costi, l'informazione precontrattuale e tutto un insieme di attività che tendono a tutelare sia i clienti professionali che quelli qualificati.

L'ultima categoria che dà luogo a questa categorizzazione della clientela è quella dei clienti al dettaglio, quella cioè dei clienti retail; appartengono alla clientela retail coloro che in via residuale non possono essere considerati come controparti qualificate o professionali.

È chiaro che la clientela al dettaglio è quella che gode del livello di tutela più elevato, perché nei loro confronti occorre la piena attuazione della valutazione di adeguatezza del servizio o dell'attività resa, (quindi serve capire la conoscenza del cliente, la sua esperienza, i suoi obiettivi di investimento, la sua situazione finanziaria), ma accanto all'adeguatezza è

necessario garantire al cliente al dettaglio anche la regola relativa della correttezza e della trasparenza resa da parte dell'intermediario.

Come anticipato, questa classificazione può essere definita come dinamica, in quanto potrebbe non essere permanente in quanto è possibile che un soggetto appartenente ad una determinata categoria, possa poi successivamente, al verificarsi di particolari eventi, passare ad un'altra categoria, ci può essere quindi un upgrade; è comunque possibile che si verifichi anche il contrario, ovvero un downgrade.

## CAPITOLO 3 – IL CONFLITTO DI INTERESSI

### 3.1 Nozioni del conflitto di interesse

Solitamente l'espressione "conflitto di interessi" viene utilizzata senza darne prima una definizione, nonostante i suoi confini non siano sempre così chiari.

Per tanto è necessario, prima di tutto, definire il fenomeno al fine di consentirne facilmente l'individuazione: si può, quindi, inizialmente, affermare che il conflitto di interessi è la situazione in cui chi detiene un ruolo di responsabilità si trova ad avere a che fare con interessi professionali o personali che intervengono nella questione rischiando di ledere l'imparzialità richiesta per esercitare quel determinato ruolo o funzione<sup>28</sup>.

Questa definizione è volontariamente espressa in modo generico, poiché, essa stessa deve poi essere declinata ed adattata alle diverse ipotesi di conflitto che possono riguardare gli individui e le organizzazioni.

Sotto il profilo prettamente giuridico manca una definizione legislativa unitaria del conflitto di interessi, per cui spetta agli interpreti del diritto il compito di ricercare quali possano essere i suoi elementi caratterizzanti. Il carattere che, più di ogni altro, sembra qualificare il conflitto di interessi è quello relativo alla incompatibilità, vista come contrapposizione degli interessi, così da far sì che il soddisfacimento del primo comporta, come inevitabile conseguenza, il sacrificio dell'altro<sup>29</sup>.

In letteratura, invece, il conflitto di interessi, definito come reale o attuale, viene paragonato ad una situazione in cui l'interesse secondario di una persona tende ad interferire con l'interesse primario di un'altra parte, verso cui la prima ha precisi doveri e responsabilità<sup>30</sup>.

Anche tale definizione ha un carattere generale dal momento in cui si adatta alla fattispecie

---

<sup>28</sup> M. Bortolotto, V. Corino, "Organismo di vigilanza e conflitto di interessi"

<sup>29</sup> <https://www.rivista231.it/Pagine/Pagina.asp?Id=1402>

<sup>30</sup> <https://masteranticorruzione.it/cos-e-il-conflitto-di-interessi/>

del conflitto che può riguardare sia gli individui che le organizzazioni nei diversi ambiti, restando fermi i suoi elementi essenziali<sup>31</sup>.

La regolamentazione, sempre nell'ambito del conflitto di interessi, prevede per i consulenti finanziari che “agiscano nell'interesse dei clienti e, ogni volta in cui le misure organizzative adottate per la gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti ad assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti stessi sia evitato, li informino chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano”<sup>32</sup>.

La disciplina generale che è possibile trovare nel codice civile, invece, può essere avvicinata alla disciplina speciale dei servizi di investimento; ciò è possibile in quanto anche nei servizi di investimento esiste il rapporto di gestione del mandato, poiché l'intermediario agisce nell'interesse o per conto del cliente.

Il concetto del conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato può essere considerato come un'anomalia nei rapporti tra rappresentante e rappresentato/mandante e mandatario; nella disciplina dei servizi di investimento, invece, il conflitto di interessi è un dato assolutamente normale ed infatti è possibile trovare numerose norme che fanno riferimento ad un continuo obbligo degli intermediari di prevenire ed evitare il più possibile la comparsa del conflitto<sup>33</sup>.

Da una prima analisi è possibile dire che il conflitto di interesse nasce quando i fornitori di servizi finanziari hanno l'opportunità di servire i propri interessi, anziché quelli dei loro clienti, sfruttando le informazioni in loro possesso, o fornendone di false o nascondendole, anche in parte<sup>34</sup>. Per capire a pieno questa tematica è necessario comprendere quali sono gli interessi

---

<sup>31</sup> Di Carlo E., “il conflitto di interessi nelle organizzazioni produttive”, 2011

<sup>32</sup> Cfr. Art 12 comma 1 lett. e Reg.

<sup>33</sup> Stella G., “il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza: principi generali del codice civile e disciplina dei servizi di investimento, in conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza”, Giuffrè 2007

<sup>34</sup> Quirici M. Cristina, “Il mercato mobiliare”, 2010

in capo all'intermediari e quelli in capo al soggetto investitore. L'interesse di questi ultimi è principalmente quello di massimizzare il profitto e minimizzare il rischio mentre l'interesse dell'intermediario è principalmente lucrativo. Specificato questo, rimane da capire quando si verifica il conflitto di interesse: esso coincide con l'autonomia decisionale di cui gode l'intermediario nell'amministrazione del patrimonio del suo cliente/investitore; tutto questo denota un particolare rapporto di fiducia tra queste due figure che concede all'intermediario, in questo modo, il potere di agire con discrezionalità.

### **3.2 Le politiche di gestione del conflitto di interesse**

Di fatto, purtroppo, non si ritrova nella MiFID una definizione chiara di “conflitti di interesse”, ma l'Art. 33 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 definisce un “set” di criteri minimali in base ai quali gli intermediari debbono individuare i conflitti di interesse connessi allo svolgimento dei servizi di investimento o servizi accessori o nell'esercizio di attività di investimento<sup>35</sup>. Tali criteri si articolano su due livelli<sup>36</sup>:

- Potenzialità del pregiudizio: l'intermediario deve verificare al momento della prestazione di servizi di investimento o accessori o di una combinazione di essi se possono emergere conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti;
- tipologie di conflitto di interesse, alle quali ricondurre le specifiche fattispecie riscontrate in sede di mappatura dei conflitti.

In particolare, l'Art. 33 identifica cinque possibili classificazioni di conflitti di interesse nei quali la banca, un soggetto rilevante o un soggetto avente con esso un legame di controllo, diretto o indiretto:

---

<sup>35</sup> R. Del Giudice, P. Capizzano, “I conflitti di interesse e la corporate governance nella valutazione del rating delle banche”, 2006

<sup>36</sup> IBL Banca, “Politica in materia di gestione dei conflitti di interesse”, 2018

- possa realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;
- presenti, nel risultato del servizio prestato al cliente o dell'operazione realizzata per conto di quest'ultimo, un interesse distinto da quello del cliente;
- abbia un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;
- svolga la medesima attività del cliente;
- possa ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio<sup>37</sup>.

L'elenco non descrive sicuramente tutte le possibili situazioni di conflitto, è però possibile, grazie a queste indicazioni, abbozzare una prima definizione di conflitto di interessi per un intermediario finanziario: “una banca versa in un'ipotesi di conflitto di interessi in quei casi in cui l'interesse dell'investitore può risultare sacrificato dall'intermediario per il perseguimento di una finalità diversa ed ulteriore rispetto al servizio prestato, legata ad un interesse economicamente apprezzabile e concreto”<sup>38</sup>.

Inoltre, l'intermediario deve costituire un registro delle attività a rischio di conflitti, in quanto le nuove norme Europee lo richiedono ed esso deve essere costantemente aggiornato. Tale registro dovrà contenere:

- una descrizione della natura degli interessi che fanno sorgere il conflitto o potenziale conflitto (mappatura);

---

<sup>37</sup> [https://www.iblbanca.it/-/media/project/ibl/corporate/documenti/mifid/ibl\\_policy\\_conflitti\\_interesse.pdf](https://www.iblbanca.it/-/media/project/ibl/corporate/documenti/mifid/ibl_policy_conflitti_interesse.pdf)

<sup>38</sup> R. Del Giudice, P. Capizzano, “I conflitti di interesse e la governance nella valutazione del rating delle banche”

- le specifiche misure adottate per eliminare, prevenire, controllare o comunque gestire il conflitto.

La gestione adeguata dei conflitti di interesse potenzialmente presenti nell'ambito di attività di un intermediario finanziario risulta molto complessa, data l'entità e la numerosità delle situazioni a rischio di conflitto. L'approccio organizzativo e procedurale maggiormente diffuso e consigliato dalle maggiori istituzioni si basa su alcuni punti cardine, quali:

- l'identificazione delle aree di rischio attuali e potenziali;
- la trasparenza, correttezza ed integrità interna e nei confronti della clientela;
- una adeguata corporate governance<sup>39</sup>;
- un corretto, adeguato e trasparente sistema dei poteri e delle deleghe;
- l'adozione delle misure finalizzate a rimuovere le criticità ed a ricondurre i rischi a livelli accettabili;
- la formazione e sensibilizzazione dei collaboratori;
- la separazione tra l'emissione di strumenti finanziari e i servizi di investimento;
- le garanzie di obiettività nei rapporti di ricerca e analisi;
- la separazione delle attività in conto proprio dalle attività in conto terzi;
- l'assenza di interferenze derivanti da interessi personali o di altra natura che potrebbero

---

<sup>39</sup> Corporate governance: insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un'impresa nell'interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria.



andare contro gli interessi dei clienti<sup>40</sup>.

I conflitti di interesse nel mondo della finanza sono, alla base, un problema di lealtà e correttezza dei comportamenti e, per questo motivo, la gestione dei conflitti di interesse rientra nella gestione dei “compliance risk”<sup>41</sup>.

L’osservanza e l’adozione delle regole sul conflitto è un’attività assai articolata, dove, aspetti di mercato, economici, legali ed organizzativi possono e devono essere veicolati con efficienza dalla funzione di “compliance”. In un sistema dominato da intermediari polifunzionali di grandi dimensioni e con una diversificazione dei servizi, il rischio di conflitto non può che essere costante<sup>42</sup> e in nessun modo rimosso.

La presenza di interessi, però, non necessariamente è un aspetto negativo, potrebbe essere un aspetto anormale ma, se gestito nel migliore dei modi, potrebbe essere un’occasione in più per il cliente; per far sì che questo accada è necessario identificare i rischi di conflitto e gestirli in maniera trasparente per evitare non solo sanzioni, ma soprattutto perdite reputazionali. In definitiva, solo un approccio organizzativo e procedurale “adeguato”, cioè basato sia su valutazioni strategiche sia sul contesto normativo di riferimento, può offrire la trasparenza necessaria. Ascoltare e interpretare le aspettative dei vari portatori d’interessi nell’attività finanziaria così come nelle altre attività non è un’attività trascurabile e, anche nell’ambito del conflitto d’interessi, una strategia che “ascolti” gli investitori può portare ad efficaci strumenti organizzativi e procedurali<sup>43</sup>. Per rafforzare la fiducia, la credibilità e la reputazione nei confronti del cliente bisogna studiare una strategia che fornisca delle linee guida sulle quali

---

<sup>40</sup> R. Del Giudice, P. Capizzano, “I conflitti di interesse e la governance nella valutazione del rating delle banche”

<sup>41</sup> Rischio di compliance: «il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative (di legge o di regolamenti) ovvero di autoregolamentazione (es. statuti, codici di condotta, codici di autodisciplina)».

<sup>42</sup> R. Del Giudice, P. Capizzano, “I conflitti di interesse e la governance nella valutazione del rating delle banche”

<sup>43</sup> R. Del Giudice, P. Capizzano, “I conflitti di interesse e la governance nella valutazione del rating delle banche”

costruire regole, procedure e standard (best practice) e che dia delle soluzioni a medio e lungo termine.

Inoltre, secondo quanto disposto dall'Art. 34 paragrafo 4 del Regolamento Delegato, quando le misure organizzative o amministrative adottate dall'intermediario per gestire i conflitti di interesse non sono sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi della clientela sia evitato, l'intermediario deve comunicare chiaramente ai clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse<sup>44</sup>.

Tale comunicazione dovrà indicare, in modo sufficientemente dettagliato, una descrizione specifica dei conflitti di interesse generati dalla prestazione di servizi di investimento e/o accessori, tenendo in considerazione la natura della clientela alla quale è diretta tale comunicazione. Inoltre, la descrizione dovrà indicare, in maniera sufficientemente dettagliata, i rischi che si generano per i clienti al manifestarsi dei conflitti di interesse e le azioni intraprese per attenuarli, in modo tale da consentire agli stessi di prendere una decisione informata in relazione al servizio di investimento o al servizio accessorio nel cui contesto insorgono i conflitti di interesse<sup>45</sup>.

---

<sup>44</sup> IBL Banca, “Politica in materia di gestione dei conflitti di interesse”

<sup>45</sup> [https://www.iblbanca.it/-/media/project/ibl/corporate/documenti/mifid/ibl\\_policy\\_conflitti\\_interesse.pdf](https://www.iblbanca.it/-/media/project/ibl/corporate/documenti/mifid/ibl_policy_conflitti_interesse.pdf)

### **3.3 Situazioni di conflitto di interessi nei servizi di investimento**

Fatto un excursus generale sulle situazioni di conflitto di interessi, andiamo ora ad illustrare i servizi di investimento e accessori in cui è possibile riscontrare delle situazioni conflittuali:

- negoziazione per conto proprio;
- ricezione e trasmissione ordini;
- sottoscrizione e/o collocamento con o senza assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- gestione di portafogli
- consulenza in materia di investimenti.

#### **3.3.1 Negoziazione per conto proprio**

La negoziazione per conto proprio è l'attività con cui l'intermediario, su ordine del cliente, vende strumenti finanziari di sua proprietà oppure li acquista direttamente dal cliente stesso (comunemente, si dice che l'intermediario opera in "contropartita diretta")<sup>46</sup>. Nello svolgimento di questa attività l'intermediario soddisfa le esigenze di investimento della clientela con strumenti finanziari già presenti nel proprio portafoglio, eseguendo gli ordini del cliente.

Nella negoziazione per conto proprio, è possibile che il conflitto di interessi venga alla luce dal momento in cui l'intermediario ha la possibilità di determinare il prezzo degli strumenti finanziari in modo da favorire gli interessi di determinati clienti, oppure quando l'intermediario è sia emittente di strumenti negoziati che offerente del servizio di collocamento sugli stessi strumenti finanziari al fine di lucrare margini commissionali più alti.

---

<sup>46</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/i-singoli-servizi-di-investimento>

Una potenziale situazione di conflitto di interessi potrebbe insorgere anche nel momento in cui l'intermediario svolge l'attività di consulenza nello stesso istante in cui presta servizio di negoziazione per conto proprio avente ad oggetto la stessa tipologia di strumenti finanziari. In questo contesto, gli interessi dell'intermediario connessi con le posizioni di rischio assunte nell'ambito dell'attività di negoziazione in conto proprio, potrebbero influenzare le raccomandazioni fornite ai clienti nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza.

Da queste ipotesi è possibile che nasca un conflitto di interesse poiché c'è la possibilità che l'intermediario realizzi un potenziale guadagno o una perdita a discapito del cliente; l'interesse nel risultato del servizio prestato dall'intermediario potrebbe essere diverso da quello dell'investitore.

Per questo motivo si deve fare appello alla best execution, in modo tale che l'intermediario, nel momento in cui si impegna ad acquistare strumenti finanziari in contropartita diretta, operi nel miglior modo possibile e nell'ipotesi in cui l'operatore qualificato emetta lo stesso strumento finanziario oggetto del servizio di investimento e allo stesso momento offra attività di consulenza deve rendere noto al cliente tali circostanze attraverso la disclosure, poiché le misure di organizzazione adottate non consentirebbero di mitigare il rischio di arrecare pregiudizio ai clienti.

### **3.3.2 Ricezione e trasmissione di ordini**

Se si vuole acquistare o vendere un titolo è possibile rivolgersi, oltre che a un intermediario autorizzato all'esecuzione di ordini, anche ad un intermediario che offre il servizio di ricezione e trasmissione di ordini.

Attraverso questo servizio, l'intermediario che ha ricevuto un ordine di acquisto o di vendita non lo esegue direttamente (come farebbe l'esecutore di ordini), ma lo trasmette ad un altro intermediario per la sua esecuzione. Attraverso il servizio di trasmissione di ordini, è possibile delegare all'intermediario la scelta di un altro operatore qualificato che dovrà eseguire l'ordine. Sarà quindi il trasmettitore di ordini che dovrà individuare il negoziatore capace di ottenere il miglior risultato possibile che è dato dalla soluzione che assicura il miglior corrispettivo totale<sup>47</sup>.

Ad ogni modo l'intermediario deve rispettare gli obblighi di informare correttamente il cliente, di valutare l'appropriatezza delle operazioni e di fornire la rendicontazione del servizio prestato.

La prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini sottopone l'intermediario a potenziali situazioni di conflitto di interesse ogni volta che lo strumento finanziario che viene negoziato risulta di propria emissione o quando il servizio viene prestato mediante contratto telefonico e/o allo sportello; in questo modo, si potrebbe verificare la possibilità che l'intermediario avvantaggi un cliente a discapito di un altro.

### **3.3.3 Sottoscrizione e/o collocamento con o senza assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente**

Il servizio di sottoscrizione e/o collocamento consiste nella distribuzione di strumenti finanziari, nell'ambito di un'offerta standardizzata, sulla base di un accordo con l'emittente (o offerente)<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/i-singoli-servizi-di-investimento>

<sup>48</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/i-singoli-servizi-di-investimento>

Esistono varie forme di questo servizio: una prima differenziazione riguarda le operazioni di sottoscrizione o di collocamento. Si ha sottoscrizione quando i titoli offerti sono di nuova emissione e vengono immessi per la prima volta sul mercato. Si ha invece collocamento quando si tratta di titoli già emessi che vengono successivamente venduti. Quando si verifica questa offerta al pubblico è possibile che il soggetto emittente che vuole collocare i suoi strumenti si avvale dell'attività dell'intermediario affinché, grazie ai suoi canali, grazie ai suoi promotori, grazie alle reti di distribuzione riesce a piazzare questi strumenti finanziari al pubblico, quindi agli investitori. Se parliamo di sottoscrizione siamo dinanzi al cosiddetto mercato primario dove quel titolo nasce in quel determinato frangente e non è mai circolato, a differenza invece di collocamento mercato secondario il titolo già è in vita già stato quindi sottoscritto. Questo servizio di sottoscrizione e collocamento necessita di un contratto scritto, e quindi di quell'accordo tra il soggetto emittente di strumenti che ha interesse a collocarli e l'intermediario chiamato alla collocazione degli stessi.

- Il servizio di collocamento e di sottoscrizione può a sua volta essere suddiviso in due categorie: con garanzia e senza garanzia: Quella con garanzia tende a tutelare il soggetto che esegue il contratto. Quando abbiamo una garanzia vuol dire che l'intermediario che assume l'impegno alla sottoscrizione e al collocamento garantisce all'emittente che quegli strumenti finanziari vengono sicuramente ad essere collocati perciò, si impegna a collocarli, a venderli al pubblico, o nella peggiore delle ipotesi finito il periodo di collocamento (poiché è un contratto a termine) se restano effettivamente invenduti, l'intermediario comunque garantisce al soggetto emittente che egli li acquisterà in prima persona. Per l'intermediario il rischio più alto è la percentuale del pagamento del prezzo, che è più elevata per il servizio reso.

- Se siamo in un servizio di sottoscrizione e collocamento senza garanzia la responsabilità in capo all'intermediario è identica, deve garantire con diligenza la possibilità di trovare soggetti investitori interessati a quei determinati strumenti, si impegna quindi a collocare presso il pubblico. Terminato il periodo temporale, quindi scaduto il contratto di questo servizio, il rischio del mancato collocamento permane in capo al soggetto emittente. Quando manca la garanzia l'emittente rischia che gli strumenti finanziari non abbiano trovato un apposito collocamento.

Nella prestazione del servizio, l'intermediario deve operare nell'interesse del cliente e adempiere a tutti gli obblighi imposti per la prestazione dei servizi di investimento. Dovrà quindi fornire le necessarie informazioni ai clienti, valutare l'appropriatezza dell'operazione, gestire correttamente eventuali conflitti di interesse e operare sulla base di un contratto scritto.

Può accadere che l'emittente retroceda al collocatore delle somme di denaro sotto forma di incentivi. La percezione di tali incentivi deve essere volta ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti<sup>49</sup>.

### **3.3.5 Gestione di portafogli**

Se non si hanno le competenze o il tempo da dedicare ai risparmi, è possibile incaricare un intermediario di impiegare in tutto o in parte il patrimonio in strumenti finanziari attraverso il servizio di gestione di portafogli.

Questo tipo di servizio rappresenta una delle attività più critiche con riguardo alla potenzialità concreta di realizzare un conflitto di interessi, in quanto l'intermediario gode di una

---

<sup>49</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/i-singoli-servizi-di-investimento>

sostanziale discrezionalità e autonomia nelle scelte di investimento per conto del cliente e potrebbe, attraverso acquisti e sottoscrizione di determinati strumenti, far prevalere gli interessi della società o di terzi anziché quelli del cliente. Per questo motivo, prima di prestare il servizio, l'intermediario deve valutare che il servizio offerto (o richiesto) sia adeguato al cliente e cioè che, sulla base delle informazioni acquisite dal cliente stesso, corrisponda ai suoi obiettivi di investimento senza esporlo a rischi da lui non sopportabili o non comprensibili.

Fra gli obblighi del gestore c'è anche quello di evitare o di gestire correttamente i conflitti di interessi e di informarci esaurientemente al riguardo.

### **3.3.6 Consulenza in materia di investimenti**

Alla base del servizio di consulenza, al di là dell'eventuale possibile presenza del conflitto d'interessi, comunque resta il dato saliente e basilare di tutti i servizi e le attività d'investimento che è quello secondo il quale l'intermediario non può far altro che gestire correttamente e nella miglior possibile soluzione gli interessi dei clienti. Pertanto, anche l'attività di consulenza deve essere svolta (come tutti i servizi d'investimento) in maniera professionale con diligenza e imparzialità. Quell'onere di correttezza e trasparenza tipico di tutti i servizi d'investimento è forte anche nella consulenza e deve superare l'eventuale situazione di conflitto d'interesse.

Ad ogni modo, per offrire all'investitore tutti gli strumenti per individuare le possibili fonti di questo conflitto di interessi, la MiFID II per la prima volta definisce normativamente la consulenza indipendente, stabilendone i limiti. L'indipendenza è volta a rafforzare la tutela dell'investitore, implicando l'autonomia dell'intermediario nel fornire le raccomandazioni, oltre all'assenza di conflitti di interesse. Proprio per questo è previsto che il consulente indipendente non possa ricevere incentivi da terzi.



### **3.4 Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari**

Nella finanza, come nella vita, c'è la necessità di essere ascoltati, seguiti e consigliati. Dal primo dicembre 2018 OCF, l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, è preposto per legge al controllo dei requisiti dei consulenti finanziari, sia che operino presso un intermediario autorizzato, sia che svolgano la professione in via autonoma o in forma di società. L'OCF verifica il possesso delle caratteristiche professionali, di onorabilità, di esperienza e organizzative necessarie ai consulenti finanziari per essere iscritti e operare, e vigila nel tempo sul corretto svolgimento della loro attività<sup>50</sup>.

Con delibera n. 20704 15 novembre 2018, è stato concluso il processo di trasferimento dei poteri in materia di consulenti finanziari dalla Consob all'OCF che ha acquisito la piena operatività, assumendo la titolarità dei poteri deliberativi concernenti la tenuta e la gestione delle tre sezioni e le funzioni di vigilanza, cautelare e sanzionatoria, sulle tre categorie di consulenti<sup>51</sup>; da questo momento in poi la Consob è diventata l'autorità di vigilanza di secondo livello e l'attività dell'OCF è stata sottoposta alla sua supervisione.

Con la trasmissione dei poteri, anche quelli deliberativi, dalla Consob all'OCF, quest'ultimo ha il dovere di dare pieno compimento alle funzioni di vigilanza e sanzionatoria nei confronti dei consulenti finanziari e delle Società di consulenza finanziaria. Il compito di vigilare sul rispetto della disciplina applicabile ai soggetti iscritti all'albo e di garantire la tutela degli investitori e la salvaguardia della fiducia del sistema finanziario viene assolto dall'OCF, tramite la vigilanza programmata e la vigilanza preventiva.

Il consulente finanziario, sia indipendente che persona giuridica, assicura assistenza a tempo indeterminato al cliente nel corso di ogni fase del rapporto. La responsabilità del consulente finanziario non termina, infatti, con la sottoscrizione del contratto e la prima prestazione del servizio ma viene protratta nell'assistenza nel tempo al cliente attraverso, ad esempio, la

---

<sup>50</sup> <https://www.organismocf.it/ilvaloredellatutela/>

<sup>51</sup> <https://www.consob.it/web/area-pubblica/consulenti-finanziari>

valutazione periodica del risultato degli investimenti, la verifica dei livelli di propensione al rischio e il rilevamento del percorso di realizzazione degli obiettivi.

L'OCF, per decisione del legislatore, è parte del sistema di garanzia dei valori di tutela del risparmio e contribuisce al coordinamento nazionale dell'educazione finanziaria.

L'albo unico, pertanto, risulta così suddiviso:

- Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede che operano per conto di un intermediario (banca, SIM, SGR) autorizzato;
- Consulenti finanziari autonomi che svolgono la professione in proprio;
- Società di consulenza finanziaria che esercitano l'attività per il tramite di consulenti autonomi<sup>52</sup>.

L'albo unico dei consulenti finanziari di cui all'art. 31, comma 4, del D. Lgs n. 58/1998 è tenuto dall'Organismo OCF, secondo le modalità previste dal LIBRO XI, Parte III del regolamento Consob n. 20307/2018. La denominazione «albo unico dei consulenti finanziari» ha sostituito la precedente denominazione «albo unico dei promotori finanziari con l'Art. 1, comma 37 della L. n. 208 del 28.12.2015 (Legge di stabilità 2016)<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> <https://www.organismocf.it/ilvaloredellatutela/>

<sup>53</sup> <https://www.consob.it/web/area-pubblica/consulenti-finanziari>

## **CAPITOLO 4 – LA FIDUCIA NEL MONDO DELLA CONSULENZA FINANZIARIA**

### **4.1 Introduzione**

Gli investitori non sempre riescono a valutare in modo positivo l'impiego del proprio patrimonio e, di conseguenza, spesso preferiscono tenere i propri capitali disinvestiti; questo solitamente accade a causa delle scarse conoscenze di finanza in loro possesso, o a causa delle pregresse esperienze di investimento negative, oppure a causa della mancanza di fiducia verso il sistema e le istituzioni.

Solitamente, nel momento in cui il risparmiatore decide di effettuare un investimento azionario, va effettuata una preventiva fase di ricerca e analisi dei dati di mercato per scegliere la miglior strategia tra le varie opzioni di investimento, in modo da individuare la scelta più adeguata alle caratteristiche dell'investitore. Nel fare queste valutazioni, il risparmiatore potrebbe trovarsi di fronte a degli ostacoli che vanno poi ad influire sulla buona riuscita dell'investimento; queste complicazioni potrebbero essere date da trappole psicologiche e cognitive che potrebbero portare il soggetto verso prodotti finanziari troppo rischiosi o non adeguati alle sue aspettative, con conseguente fallimento dell'investimento.

Dal momento in cui, appunto, la gestione autonoma del proprio patrimonio potrebbe risultare un flop, un valido aiuto potrebbe essere dato dalla consulenza finanziaria.

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

Il consulente, essendo una figura professionalmente idonea alla gestione dei patrimoni, viene riconosciuto come una valida guida per il risparmiatore nel processo di investimento, consentendo a quest'ultimo di superare gli ostacoli psicologici e gli errori cognitivi che

potrebbe compiere. Il ruolo del consulente finanziario è quello di migliorare la gestione delle risorse finanziarie dei suoi clienti, incrementando i rendimenti e diminuendo i rischi di portafoglio; inoltre, il consulente deve cercare di instaurare un rapporto di fiducia con il risparmiatore, in modo tale che quest'ultimo, sentendosi al sicuro, riesce a superare l'eventuale diffidenza verso il sistema finanziario, diminuendo così anche la sua avversione al rischio.

Il tema della fiducia nella consulenza finanziaria è un argomento estremamente importante e molto discusso poiché permette di interpretare le decisioni finanziarie degli investitori e comprendere quali sono i fattori che influenzano il processo di acquisto dei prodotti finanziari da parte di quest'ultimi.

Il livello di fiducia nei confronti del prossimo e delle istituzioni finanziarie ha degli effetti su quanto gli investitori sono disposti a investire nel mercato finanziario, mentre la mancanza di fiducia e la paura di essere ingannati portano le famiglie a non investire (Georgarakos e Pasini, 2009).

In questo capitolo si approfondirà proprio la tematica del rapporto consulente e investitore, ponendo particolare attenzione al tema della finanza comportamentale e della fiducia.

## 4.2 Le trappole psicologiche e cognitive nelle decisioni di investimento

La decisione di investimento è per l'individuo un'operazione molto difficile perché egli si trova a dover effettuare una scelta su degli eventi aleatori che si verificheranno nel futuro.

Questa decisione può essere divisa in tre fasi<sup>54</sup>:

- acquisizione delle informazioni;
- elaborazione delle informazioni;
- emissione di un giudizio probabilistico sugli esiti possibili e le rispettive probabilità.

Questi tre step risultano difficilmente reperibili dall'aspirante investitore poiché subentrano dei limiti cognitivi che non gli permettono di elaborare un numero elevato di informazioni; il risparmiatore, nelle proprie scelte di investimento, cerca di trarre la maggiore utilità, ovvero il maggior grado di soddisfazione che il soggetto cerca di ricavare da una determinata scelta in condizioni di rischio.

Daniel Kahneman, premio Nobel all'Economia del 2002, insieme all'economista americano Vernon Smith, ha dichiarato che il ruolo principale del consulente finanziario è quello di preservare i propri clienti dai loro errori comportamentali e di valutazione nei confronti degli investimenti finanziari. Per questo motivo ogni consulente finanziario deve comprendere il motivo per il quale i clienti alcune volte sono emotivi o hanno difficoltà a superare i periodi di incertezza sui mercati finanziari; il ruolo del consulente finanziario è, quindi, quello di aiutarli nel prendere le decisioni giuste, coerenti con il loro profilo di rischio, che purtroppo spesso è condizionato dalle performance passate<sup>55</sup>.

La prima scoperta degli studiosi Kahneman, insieme a Tversky fu, attraverso test psicologici, che le persone valutano gli effetti delle loro decisioni sulla base del contesto in cui si trovano e sulla base del linguaggio utilizzato nell'espone i quesiti.

---

<sup>54</sup> Rigoni U., "Finanza comportamentale e gestione del risparmio", Giappichelli, Torino, 2006

<sup>55</sup> <https://citywire.it/news/psicologiaandmercati-come-spiegare-ai-clienti-la-finanza-comportamentale/a1031333>

Essi sottoposero alcuni soggetti ad un test, dove in uno dei primi quesiti venne chiesto di scegliere tra due opzioni:

- Opzione 1: 50% di possibilità di vincere 1000 dollari e 50% di possibilità di non vincere nulla;
- Opzione 2: Una vincita sicura di 450 dollari.

Lo studio ha messo in evidenza che le persone non sono in grado di determinare il reale eventuale guadagno, attraverso un calcolo probabilistico, scegliendo così l'“effetto certezza”, ovvero posti di fronte a una potenziale prospettiva di guadagno, i soggetti tendono a sopravvalutare gli eventi certi rispetto a quelli meramente probabili; le persone paragonano l'utile certo con quello probabile, sovrastimando il guadagno quando è sicuro, scegliendo nella maggioranza dei casi l'opzione 2.

La ricerca empirica proposta a partire dalla fine degli anni '70 ha tuttavia dimostrato che

- i limiti cognitivi
- l'emotività degli individui
- le relazioni sociali

sono in grado di influenzare le scelte economiche e finanziarie degli operatori. Di conseguenza, gli operatori non sempre agiscono secondo le leggi della razionalità. Le teorie di finanza comportamentale tentano quindi di descrivere il comportamento dell'individuo e l'influenza che lo stesso esercita sulle sue scelte finanziarie.

Pertanto, i fondamenti di un modello di scelta reale dell'omo "non oeconomicus" sono:

|   |   |
|---|---|
| <b>Limitata conoscenza dei possibili eventi futuri</b>  | Si decide sulla base di informazioni e conoscenze limitate  |
| <b>Considerazione soggettiva della loro probabilità</b> | La probabilità di accadimento, anche quando nota e oggettiva, viene soggettivamente percepita dal valutatore      |
| <b>Condizionamenti psicologici</b>                      | Operano processi psicologici ricorrenti basati sull'intuito, a fianco a quelli strettamente cognitivi e razionali |
| <b>Strategia di soddisfacimento</b>                     | Il decisore si ferma alla prima soluzione soddisfacente   |

Per quanto riguarda, invece, i fondamenti di un modello di scelta razionale dell'"omo oeconomicus", questi sono:

|  |   |
|--|---|
| <b>Perfetta conoscenza dei possibili eventi futuri</b> | Gli attori economici hanno una conoscenza completa del contesto decisionale e delle loro preferenze         |
| <b>Corretta considerazione della loro probabilità</b>  | Vengono esplorate tutte le conseguenze delle possibili alternative decisionali                              |
| <b>Obiettivi esclusivamente finanziari</b>             | Si considera solo il valore economico/monetario delle alternative   |
| <b>Strategia di ottimizzazione</b>                     | L'esito è una decisionale ottimale: la decisione coincide con l'alternativa che massimizza il valore atteso |

I principali condizionamenti che riguardano il comportamento economico dell'individuo possono essere distinti in:

- condizionamenti cognitivi
- condizionamenti emotivi
- condizionamenti sociali

Per condizionamenti cognitivi si intende l'incapacità degli individui di utilizzare tutta l'informazione a disposizione a causa di errori che commettono nella percezione e nell'elaborazione delle informazioni. Tali errori sono da attribuirsi alla presenza di risorse cognitive limitate che, in molte occasioni, costringono a semplificare lo spazio del problema altrimenti ingestibile perché eccessivamente complesso (Simon, 1982). Gli errori più importanti che derivano dai condizionamenti cognitivi possono essere ricondotti ad una serie di scorciatoie mentali che Kahnemann e Tversky (1979) definiscono euristiche (dal greco eurisko, cioè "trovo"); tali scorciatoie consentono di raccogliere e processare le informazioni in poco tempo e con capacità di calcolo ed elaborazione contenute.

Sempre secondo Kahneman e Tversky (1979) i condizionamenti cognitivi si manifestano in maniera evidente nel processo di investimento poiché lo stesso, essendo fortemente basato sul calcolo probabilistico, richiede agli investitori uno sforzo cognitivo non indifferente.

Tuttavia, poiché il calcolo probabilistico presume un livello abbastanza elevato di cultura economico-finanziaria, i soggetti che non possiedono tale cultura oppure che non la impiegano per ragioni di tempo o altro, sono inclini a basare le proprie decisioni di investimento sulla probabilità che attribuiscono soggettivamente a un evento piuttosto che sulla probabilità oggettiva dello stesso.

I condizionamenti emotivi derivano invece dalla sfera psicologica e quindi dalle emozioni dell'individuo. L'evidenza empirica mostra infatti come le scelte individuali sembrano spesso



essere governate da atteggiamenti e valutazioni affettive piuttosto che da preferenze economiche basate su calcoli matematici (Kahneman, 1999).

I condizionamenti sociali, infine, sono quelli per cui gli individui tendono a comportarsi in relazione al giudizio che attendono di ricevere da parte della comunità di appartenenza agendo quindi non in base alle proprie convinzioni ma in base al giudizio altrui o dal desiderio di ottenere l'approvazione a livello sociale. L'influenza dei comportamenti e delle opinioni del gruppo sui comportamenti ed opinioni del singolo è molto forte, soprattutto quando la situazione decisionale è caratterizzata da incertezza.

Gli errori cognitivi che derivano dall'utilizzo delle euristiche nella risoluzione di problemi complessi, vengono definiti in letteratura con il nome di bias. I bias risentono fortemente dei pregiudizi (da cui il nome) presenti nella mente degli individui e vanno ad influenzare le loro decisioni di investimento; alcuni di questi possono essere:

- l'overconfidence: rappresenta la tendenza a sottostimare sistematicamente il rischio di un fenomeno, nella convinzione di essere il migliore della media e nell'illusione di poter controllare gli eventi anche quando essi dipendono da fattori esogeni o casuali. L'analisi empirica mostra come gli individui più overconfident tendano ad assumere più rischi degli altri. Sul piano pratico, ciò implica che nel rilevare la tolleranza al rischio di un soggetto sarebbe opportuno rilevare anche il grado di ottimismo e overconfidence poiché questo potrebbe influire sul reale livello di rischio che il soggetto può e vuole accettare. Gli individui overconfidence tendono a sottostimare il rischio poiché inclini ad autorappresentarsi più tolleranti al rischio di quanto siano in realtà.
- l'underconfidence: quel fenomeno comportamentale che presenta caratteristiche opposte a quelle appena descritte. L'individuo che presenta underconfidence riesce ad arrivare con più fatica ad una decisione su un evento incerto perché mostra una scarsa

fiducia nella sua capacità di analisi e di previsione. Anche l'underconfidence è un errore cognitivo che può essere ricondotto all'euristica della rappresentatività.

Oltre alle conoscenze effettive è quindi estremamente importante tener conto anche delle conoscenze percepite e di eventuali atteggiamenti di overconfidence che possono alimentare importanti distorsioni nelle scelte di investimento. Inoltre, un'ingiustificata self-confidence nelle materie finanziarie può ridurre la propensione ad affidarsi ai consigli di un consulente professionale<sup>56</sup>.

È evidente quindi come gli individui tendano a commettere errori comportamentali nel momento in cui si trovano a prendere decisioni di carattere finanziario e la conoscenza del mondo finanziario non è sufficiente per evitare tipici errori di investimento come quelli connessi alle emozioni e ad i limiti cognitivi (Bachman e Hens, 2014).

La questione che rimane però aperta è: “Quali strumenti permettono agli intermediari e alle Autorità di Vigilanza di ridurre e correggere gli errori comportamentali degli investitori?”

Nel successivo capitolo proveremo a rispondere a questa domanda, nel frattempo cerchiamo di capire se attraverso la fiducia che gli investitori ripongono nei consulenti è possibile, quantomeno, limitare gli ostacoli nel prendere decisioni in investimenti finanziari.

---

<sup>56</sup> N. Linciano e P. Soccorso, “Le sfide dell'educazione finanziaria: la rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace”, 2017

### 4.3 Il rapporto di fiducia tra consulente e cliente

È possibile introdurre l'argomento definendo proprio il concetto di fiducia, ovvero: "Atteggiamento, verso altri o verso sé stessi, che risulta da una valutazione positiva di fatti, circostanze, relazioni, per cui si confida nelle altrui o proprie possibilità, e che generalmente produce un sentimento di sicurezza e tranquillità"<sup>57</sup>. La fiducia gioca un ruolo essenziale nell'assunzione delle decisioni finanziarie, quindi non ha un ruolo superficiale e secondario, è un "qualcosa" che ci deve essere sempre per cominciare e poi continuare un rapporto tra individui.

In linea generale però, non ci si fida di chiunque, anzi, si è propensi a dare credito ad individui che condividono gli stessi valori e le stesse credenze. La fiducia è un sentimento e va guadagnata comunicando e dimostrando di condividere gli stessi valori e le stesse credenze.

La percezione di questa importante emozione, scaturisce dai tanti fattori presenti nell'ambiente di vita delle persone, sia interni che esterni, che ne influenzano il loro carattere. La cultura, il livello di istruzione, le istituzioni, l'esperienza, il luogo geografico, sono tutti elementi che influenzano la percezione personale in maniera molto significativa.

L'economia, per esempio, studia il concetto di fiducia da un punto di vista personale ed interpersonale, ovvero la fiducia che l'individuo prova nei confronti degli altri. Infatti, il ramo economico esamina l'elemento fiduciario per provare a dare un'interpretazione ai comportamenti umani quando un individuo si trova a dover affrontare delle scelte economiche.

La fiducia è un elemento essenziale per il successo di un'economia (Coleman, 1990): nel momento in cui vi è fiducia interpersonale i costi di transazione si riducono, le organizzazioni

---

<sup>57</sup> <https://www.treccani.it/vocabolario/fiducia/>

con un elevato numero di collaboratori funzionino meglio, i governi sono più efficienti e lo sviluppo finanziario più rapido (Alesina e La Ferrea, 2000).

Investire nel mercato azionario o in uno dei qualsiasi prodotti finanziari richiede proprio un atto di fiducia nei confronti del sistema finanziario, confidando nella correttezza dell'esecuzione delle transazioni e nella buona fede degli intermediari. Il vero problema risulta la mancanza di una preparazione di base che guidi le normali famiglie all'esecuzione di operazioni finanziarie nel mercato in modo consapevole (Hilgert, 2003).

La fiducia è una condizione essenziale affinché si crei un rapporto stabile e duraturo tra cliente e consulente finanziario. Come già visto precedentemente, è possibile affermare che la consulenza finanziaria apporta molti benefici al risparmiatore, aiutandolo a prevenire gli errori che egli potrebbe compiere nelle decisioni di investimento, ma al tempo stesso potrebbe presentare alcune criticità. Essa non dipende esclusivamente dai meriti del consulente e dalla reputazione di cui questo è ricoperto. Due elementi fondamentali come la personality-based<sup>58</sup> trust e la institution-based trust<sup>59</sup>, indipendentemente dalle peculiarità del consulente, tendono ad influenzare la propensione dell'individuo nell'affidarsi all'advisor. Le capacità e la bravura del consulente risiedono nell'individuare questi possibili limiti relativi alla mente del potenziale cliente e assumere un comportamento rassicurante trasmettendo l'idea di essere una persona fidata; chiaramente esso non dovrà assumere comportamenti che confermino i pregiudizi del cliente ma dovrà esporre le varie garanzie esistenti a tutela del cliente o dimostrare che la scelta del cliente di dipendere dal consulente non sarà tradita. In sostanza, le competenze tecniche che fanno capo al consulente e lo portano ad instaurare un buon rapporto con la propria clientela, non sono le uniche capacità che esso deve avere per far si

---

<sup>58</sup> Le teorie della personalità cercano di studiare la personalità di un individuo, il modo in cui si sente, si comporta e interagisce con il mondo che lo circonda. Queste teorie mirano a comprendere l'origine delle personalità e la somma dei tratti di una persona.

<sup>59</sup> La fiducia istituzionale è una relazione dinamica tra un individuo e un'istituzione. È una forma/sottotipo di fiducia e si distingue per l'entità potenziale del suo effetto.

che risulti una persona fidata. La conoscenza dei processi di base che spingono gli individui a riporre fiducia su un consulente, sia nel primo approccio che in caso di un periodo di tempo più lungo, è un elemento dal quale non si può prescindere.

Successivamente alla crisi che c'è stata alla fine del primo decennio del XXI secolo nel panorama del sistema finanziario mondiale, le istituzioni finanziarie vengono viste in modo negativo. L'affidabilità che le persone riponevano nelle istituzioni prima della crisi, ha lasciato spazio ad un clima di instabilità e sfiducia nei confronti dei mercati finanziari. I prodotti finanziari vengono visti come mezzi per apportare beneficio agli intermediari, brokers e a tutti i soggetti in grado di inserirli nel mercato a discapito delle famiglie acquirenti e questo provoca timore e titubanza nei potenziali investitori nella detenzione di asset finanziari rischiosi. In particolare, due elementi fondamentali che influiscono sul comportamento degli investitori sono, come già accennato prima, la fiducia che un individuo ripone nei confronti del consulente e la percezione dell'esistenza dei diritti legali che tutelano l'investimento nelle varie operazioni nel mercato azionario; per soggetti con scarse capacità finanziarie, entrambe le condizioni risultano necessarie, al contrario invece, per soggetti con elevate capacità economiche, l'elemento rilevante è la percezione di un grado elevato di tutela.

Il risparmiatore, che ha intenzione di investire il proprio patrimonio, tende ad affidarsi ad un consulente in modo tale da ottenere una gestione più redditizia dei suoi capitali, attraverso l'ausilio di un professionista; tant'è che gli autori Gennaioli, Shleifer e Vishny (2015) in "Money Doctors" sostengono che la consulenza diventa un servizio simile alla medicina: molti investitori ricercano un consulente perché non hanno idea di come e dove investire il proprio denaro; e come i medici guidano i pazienti nella cura più adeguata, così i consulenti guidano i risparmiatori nel processo di investimento. Quest'ultimi seguono i consigli del professionista perché hanno fiducia in lui e, una volta creato questo legame, preferiscono rimanere legati ad esso invece di cercare un consulente qualsiasi, seppur ugualmente

qualificato<sup>60</sup>. Nel momento in cui il cliente riesce ad instaurare un certo rapporto di fiducia con il consulente, si sentirà in buone mani e sarà propenso anche a pagare delle commissioni più elevate per avvalersi dei suoi consigli; il professionista, chiaramente, per offrire la sua prestazione trattiene delle commissioni.

Gli individui con un elevato livello di alfabetizzazione finanziarie possono permettersi di decidere se affidarsi completamente o in maniera limitata ai consigli di un consulente, anche perché questo, può essere influenzato da vari conflitti di interesse. Uno studio empirico, dimostra che le famiglie si affidano al consulente finanziario in diverse misure e modalità, a seconda delle loro capacità finanziarie.

Gli investitori, nella ricerca dei migliori consulenti per loro stessi, potrebbero attenersi a determinate caratteristiche come:

- L'etica: bisogna chiedere ed avere chiari i costi e le caratteristiche di ogni prodotto; la visione multibrand è una caratteristica di indipendenza e di opportunità per il cliente.
- La competenza (e la fiducia): il consulente si deve aggiornare in continuazione, deve essere in grado di dare delle risposte esaustive al suo cliente.
- I requisiti fondamentali per la professione: il requisito essenziale è che sia iscritto all'OCF.
- I rendimenti: Diffidare da chi promette rendimenti miracolosi; il consulente consiglia per il meglio e sicuramente sarà in grado di affrontare cambiamenti di mercato ma non può garantire risultati certi o guadagni strabilianti. Anche in questo frangente il rapporto deve essere paritario, le informazioni chiare ed esaustive per consentire di effettuare scelte consapevoli.

---

<sup>60</sup> Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), Money Doctors. The Journal of Finance, LXX

## CAPITOLO 5 – INTRODUZIONE ALL'ALFABETIZZAZIONE E ALL'EDUCAZIONE FINANZIARIA

### 5.1 Introduzione

Le scelte finanziarie sono tra le più importanti decisioni che gli individui effettuano nel corso della propria vita. La maggior parte dei cittadini nel nostro paese, tuttavia, non ha abbastanza conoscenze per prendere decisioni corrette. Tutto questo è particolarmente preoccupante in un contesto caratterizzato da un'ampia e variegata offerta di prodotti finanziari complessi, condizioni economiche incerte e una progressiva riduzione delle risorse a disposizione del sistema previdenziale nazionale<sup>61</sup>.

La Consob ha da tempo riconosciuto il ruolo che l'educazione finanziaria può svolgere nella protezione dell'investitore ed è attualmente impegnata in numerose iniziative, promosse anche in collaborazione con le Associazioni dei consumatori e con altre autorità. La progettazione dei programmi educativi si fonda sulle evidenze empiriche e trae beneficio dalle rilevazioni condotte nell'ambito dell'attività di vigilanza e della ricerca economica<sup>62</sup>.

Le autorità finanziarie, a livello nazionale e internazionale, sono sempre più consapevoli che il rafforzamento dei cittadini attraverso l'educazione finanziaria rappresenta un'opportunità importante in una prospettiva sia individuale sia sociale. Difatti, da un lato apprendere l'importanza della pianificazione finanziaria e comprendere come strutturare un processo di investimento corretto offrono benefici in termini di benessere del nucleo familiare e di sostenibilità del bilancio domestico (Giuseppe D'Agostino).

Come afferma il vice - direttore della Consob, l'educazione finanziaria non può limitarsi a trasmettere conoscenze, ossia a migliorare la comprensione di documenti tecnici da parte dei piccoli investitori, ma dovrà anche e soprattutto incoraggiare un approccio ragionato alle

---

<sup>61</sup> N. Linciano, P. Soccorso, "Le sfide dell'educazione finanziaria", 2018

<sup>62</sup> N. Linciano, P. Soccorso, "Le sfide dell'educazione finanziaria", 2018

decisioni finanziarie, un uso responsabile del reddito disponibile durante tutte le fasi del ciclo vitale, una profonda comprensione delle proprie esigenze personali di medio e lungo periodo. I maggiori esponenti nazionali ed internazionali e i numerosi sondaggi svolti offrono evidenza di quanto siano limitate le conoscenze e competenze finanziarie delle famiglie italiane (Consob; Klapper, Lusardi e Van Oudheusden editors, 2016; OCSE, 2017).

Il tema dell'alfabetizzazione finanziaria (financial literacy), insieme all'educazione finanziaria sono tra i dibattiti più discussi all'interno del panorama economico; il tutto è stato enfatizzato dopo lo scoppio della crisi economica del 2008. Per diversi anni molta gente si è posta una domanda: ma se i cittadini (statunitensi o meno) fossero stati maggiormente informati e più consapevoli in termini finanziari, la crisi avrebbe preso tali dimensioni?

Difficile rispondere a questa domanda ma ciò di cui è possibile essere certi è che, come dimostrato da alcune ricerche, i soggetti con un livello più alto di educazione finanziaria riescono a prendere sicuramente le decisioni in modo più consapevole e riescono a gestire meglio i propri risparmi. Queste scelte hanno degli effetti benefici in tutto l'ambiente economico, tendono ad incrementare il risparmio, gli investimenti e il reddito nazionale. È anche noto che, negli ultimi decenni, la complessità del mondo finanziario sia notevolmente aumentata e, di conseguenza, anche la difficoltà a prendere delle decisioni di investimento consapevoli.

Per destreggiarsi al meglio in questo mondo ed evitare delle conseguenze tragiche, sia per gli individui che per la società, è necessario possedere un minimo di capacità finanziaria.

Andremo ora ad analizzare il concetto di financial literacy e di educazione finanziaria.



## 5.2 Alfabetizzazione ed educazione finanziaria

Che cos'è l'alfabetizzazione finanziaria?

Per alfabetizzazione finanziaria s'intende l'insieme di consapevolezza, conoscenze, competenze, atteggiamenti e comportamenti in materia finanziaria, necessari alla realizzazione di decisioni finanziarie valide e in definitiva al raggiungimento del benessere finanziario individuale<sup>63</sup>. Con tale definizione l'OCSE raccomanda che i Paesi membri e non membri aventi aderito alla Raccomandazione adottino e attuino strategie nazionali per promuovere un approccio duraturo e coordinato in materia di alfabetizzazione finanziaria che<sup>64</sup>:

1. riconosca l'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria e ne definisca la portata a livello nazionale, considerando esigenze e carenze nazionali identificate;
2. sia coerente con altre strategie che promuovono la prosperità economica e sociale, tra cui quelle per l'inclusione finanziaria e la tutela finanziaria dei consumatori;
3. preveda la collaborazione con i soggetti competenti e la nomina di un leader o di un entità/comitato di coordinamento a livello nazionale;
4. comprenda la definizione di una tabella di marcia per favorire il raggiungimento di obiettivi specifici e prefissati in un periodo di tempo determinato;
5. fornisca orientamenti da applicarsi tramite singoli programmi attuati nel quadro della strategia nazionale per contribuire in maniera efficiente e appropriata alla strategia generale;
6. comprenda fasi di monitoraggio e valutazione per determinare i progressi compiuti dalla strategia e proponga miglioramenti commisurati.

---

<sup>63</sup> Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), "Raccomandazione del Consiglio sull'alfabetizzazione finanziaria"

<sup>64</sup> Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), "Raccomandazione del Consiglio sull'alfabetizzazione finanziaria"

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

L'alfabetizzazione finanziaria è, quindi, un insieme di conoscenze che permette una corretta gestione finanziaria, del proprio capitale e del proprio debito; a questa, si aggiunge la conoscenza necessaria a prendere decisioni finanziariamente responsabili, scelte che fanno parte della vita quotidiana di tutti gli individui<sup>65</sup>. La cultura finanziaria include anche la comprensione di come funziona un conto corrente, cosa vuol dire davvero usare una carta di credito e come gestire i propri debiti.

Il livello di alfabetizzazione finanziaria cambia in base al grado di istruzione e del livello di reddito, ma i dati rivelano che anche i consumatori con un'ottima istruzione e un salario alto possono essere ignoranti in materia finanziaria tanto quanto coloro che hanno un basso livello di scolarizzazione. In generale, comunque, coloro che sembrano essere meno preparati a livello di alfabetizzazione finanziaria sono quelli con uno stipendio più basso e sembra che siano anche i più restii ad imparare<sup>66</sup>. Su questo concetto torneremo successivamente.

L'alfabetizzazione finanziaria individua in qualche modo il frutto di un processo che si individua con uno specifico livello di conoscenza, discorso diverso è invece per l'educazione finanziaria che gira intorno al concetto cardine di "processo". L'educazione è uno sviluppo propedeutico all'alfabetizzazione, poiché, solo dopo aver appreso le nozioni di base dell'educazione finanziaria si possono mettere in pratica le capacità acquisite.

Secondo la definizione dell'OCSE, l'educazione finanziaria «è un processo attraverso il quale i consumatori, i risparmiatori e gli investitori migliorano le loro capacità di comprensione dei prodotti finanziari e dei concetti che ne sono alla base e attraverso istruzioni, informazioni,

---

<sup>65</sup> <https://www.money.it/Alfabetizzazione-finanziaria>

<sup>66</sup> <https://www.money.it/Alfabetizzazione-finanziaria>

consigli sviluppano attitudini e conoscenze atte a comprendere i rischi e le opportunità di fare scelte informate, dove ricevere supporto o aiuto per realizzare tali scelte e per le azioni da intraprendere per migliorare il proprio stato e il livello di protezione».

Dallo scoppio delle crisi finanziarie in poi, l'enfasi sull'educazione finanziaria è andata crescendo. Non ci sono dubbi sul fatto che saper gestire il proprio denaro in maniera consapevole sia utile al benessere individuale ma anche per non essere esclusi dai meccanismi di ripartizione della ricchezza, dalla mobilità sociale e dalla crescita inclusiva. A partire dall'investimento in capitale umano, per arrivare alle scelte di allocazione della ricchezza e del tipo di fondo pensione, siamo tutti chiamati, in momenti diversi della nostra vita, a prendere decisioni complesse sulla base di competenze e conoscenze limitate<sup>67</sup>. Incomprensibilmente, però, la maggior parte di noi non sente la necessità di approfondire questo argomento (Giovanna Paladino).

L'educazione finanziaria è sostanzialmente lo studio e l'apprendimento di vari settori che al loro interno includono temi come l'amministrazione delle proprie finanze personali, del denaro e degli investimenti, in particolar modo si concentra sull'abilità dell'utilizzo delle proprie finanze in modo efficiente e sulla consapevolezza di prendere decisioni appropriate per quanto riguarda le scelte di investimento in ambito patrimoniale, assicurativo, previdenziale, di acquisto di beni immobiliari o la pianificazione delle tasse. L'OCSE, pertanto, definisce le competenze finanziarie come: “la conoscenza e la comprensione dei concetti e dei rischi finanziari unite alle competenze, alla motivazione e alla fiducia in sé stessi per utilizzare tale conoscenza e comprensione al fine di prendere decisioni efficaci in un insieme di contesti finanziari, per migliorare il benessere finanziario delle singole persone e della società e consentire la partecipazione alla vita economica”.

---

<sup>67</sup> A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D'Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, “Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?”, 2019

Nel ventunesimo secolo, l'educazione finanziaria fornisce un bagaglio di conoscenze che può migliorare il benessere individuale, e collettivo, anche a fronte di cambiamenti tecnologici che semplificano le modalità di transazione e quindi possono ridurre il grado di consapevolezza di ciò che si sta facendo ed esporci a rischi significativi<sup>68</sup>; una società determinata da un buon livello di educazione finanziaria, che predisporre degli strumenti per fare scelte mirate e per individuare pratiche ingiuste e discriminatorie, può sviluppare le giuste conoscenze per contrastare sul truffe finanziarie ancor prima che nascano e per evitare le conseguenze dannose in caso di crisi dei mercati. L'educazione finanziaria permette agli individui di avere l'abilità di compiere decisioni consapevoli in ambito finanziario quali il risparmio, gli investimenti, i prestiti e così via. Questa predisposizione può aiutare una persona a creare un piano finanziario per capire quanto guadagna, quanto spende e quanto possiede. Un esempio caratterizzante a tal proposito è quello dei libretti di risparmio promossi nel luglio 2018 da Poste italiane: essi promettevano un rendimento ed una crescita dei risparmi elevati quando in realtà questa era dello 0,0074% annuale senza contare gli oneri fiscali. Un individuo con un'educazione finanziaria adeguata probabilmente riuscirebbe a non cadere in questo inganno creato dal marketing o comunque a proteggersi in piccola parte.

La mancanza di una corretta educazione finanziaria può essere molto costosa: può portare ad indebitarsi in modo cospicuo, anche più di quanto si possa ripagare, e compiere decisioni sfavorevoli dal punto di vista finanziario.

---

<sup>68</sup> A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D'Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, "Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?", 2019

### 5.2.1 Il panorama italiano

Secondo le rilevazioni dell'OCSE, l'Italia si piazza significativamente al di sotto della media dei paesi sviluppati sia per le conoscenze sia per i comportamenti. L'unico aspetto per cui siamo più virtuosi è il basso ricorso al debito. L'indicatore totale di competenza finanziaria ci pone al penultimo posto tra i paesi del G20<sup>69</sup>. Fare progressi sul fronte dell'educazione finanziaria rappresenta quindi una necessità urgente per il nostro paese. Più elevate competenze finanziarie consentono di prendere decisioni più consapevoli, di proteggersi dagli effetti di una crisi come quella che ci ha investito dieci anni fa, di ridurre le disuguaglianze (Angelo Baglioni). Le indagini più recenti mostrano che, in media, il 67% degli adulti al mondo è finanziariamente analfabeta, infatti negli ultimi anni è stato possibile assistere ad una maggiore mancanza di educazione finanziaria, sia da parte dei mass media, che dei docenti delle scuole dell'obbligo, delle famiglie e spesso anche da parte di politici o della classe dirigente italiana. Ciò significa che gli italiani non hanno ricevuto un'adeguata istruzione in questo ambito e quindi peccano di educazione finanziaria. gli italiani si comportano come se le questioni finanziarie non li riguardassero, invece, l'educazione finanziaria è diventata molto più importante rispetto agli anni precedenti, per diversi motivi<sup>70</sup>:

1. il mutamento dei sistemi di welfare che, insieme ad un aumento della aspettativa di vita, hanno affidato alle persone comuni scelte complesse, come quella di un fondo pensione privato;
2. la vasta gamma dei prodotti finanziari offerti, a volte assai sofisticati;
3. la scomparsa di un'attività finanziaria priva di rischio che dia un rendimento accettabile, com'erano una volta i titoli di Stato, con la conseguenza di spingere i risparmiatori a cercare rendimenti investendo in titoli più difficili da valutare.

---

<sup>69</sup> A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D'Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, "Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?", 2019

<sup>70</sup> A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D'Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, "Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?", 2019

In Italia, a seguito di alcune indagini svolte, è stato dimostrato che solo il 37% conosce le basi, contro più del 60% di Paesi come Canada, Germania e Svezia. «Una mancanza che influisce sul modo in cui i nostri connazionali gestiscono il denaro» spiega Annamaria Lusardi, «Gli italiani sono convinti che concetti come rendimenti, tassi di interesse, inflazione abbiano poco o nulla a che fare con la vita reale. Manca la consapevolezza che conoscere le basi della finanza serve a gestire bene i nostri soldi e a farci vivere meglio. Non è solo questione di investimenti. La conoscenza di questa materia permette di scegliere il mutuo più conveniente, risparmiare per garantirsi una vecchiaia serena, tagliare i costi inutili per spendere in qualcosa che ci gratifica. L'educazione finanziaria ha a che fare con la nostra felicità. L'ignoranza non solo espone a scelte sbagliate, ma spinge a immobilizzare il denaro per paura, oppure a prendere decisioni che potrebbero “pesare”. Gli italiani, per esempio, hanno la tendenza a lasciare i risparmi sul conto corrente, non sapendo che, con i tassi di interesse così bassi, il loro capitale perde valore negli anni; in fin dei conti, alla fine ci rimettono.

Il paese sta andando incontro a profondi cambiamenti che coinvolgono non un solo mercato, ma una pluralità di mercati. I cambiamenti richiedono che gli individui abbiano un insieme di conoscenze e competenze finanziarie maggiori rispetto al passato, necessarie non solo alla popolazione adulta, ma anche ai giovani; un'economia avanzata che affronta questi cambiamenti ha bisogno di cittadini con un livello base, almeno, di conoscenza finanziaria. In particolare, un'analisi eseguita da Standard and Poor's spiega che nella Penisola solo il 37% degli adulti ha delle conoscenze almeno minime di finanza, una cifra perfino più bassa di alcuni Paesi del terzo mondo, come lo Zambia che si attesta al 40%, e nemmeno paragonabile al tasso di alfabetizzazione finanziaria della Germania (66%) e della Francia (67%) o dei Paesi scandinavi, che tutti insieme vantano un 71% della popolazione che conosce la finanza a livello base<sup>71</sup>.

---

<sup>71</sup> <https://startingfinance.com/approfondimenti/analfabetismo-finanziario-italia/>

Per questo motivo, nell'agosto 2017, è stato istituito il Comitato per la programmazione ed il coordinamento delle attività di educazione finanziaria con decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca e con quello dello sviluppo economico, con il compito di dare attuazione alla “Strategia Nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale”<sup>72</sup>. Circa 70 paesi, secondo l'OCSE, hanno realizzato o stanno realizzando una strategia nazionale per l'educazione finanziaria. L'Italia si allinea dunque a molti paesi, per lo più economie sviluppate, che si sono occupati di educazione finanziaria; questa necessità è quindi sentita in molti paesi. Vari paesi sono già alla terza versione della loro “strategia nazionale”, a dimostrazione che la strategia è un processo dinamico che deve essere continuamente migliorato nel tempo<sup>73</sup>.

I numeri italiani in fatto di educazione finanziaria sono ancora molto bassi e ci sono grandi disuguaglianze di genere, ruolo professionale e distribuzione territoriale; inoltre, i numeri sono molto bassi anche tra gli studenti.

L'Italia è uno dei Paesi più retrogradi dal punto di vista dell'educazione finanziaria, si parla di un grave gap che frena il potenziale e la libertà dell'individuo; al contrario, essere consapevoli delle proprie finanze permette di effettuare scelte mature e autonome. Inoltre, la digitalizzazione ha reso il denaro più immateriale amplificando la possibilità di perdere di vista l'effettivo consumo delle proprie risorse. L'educazione in generale ma anche quella finanziaria non può essere totalmente affidata a un device, è necessario che il tema venga affrontato anche in famiglia in modo adeguato e proporzionato per rendere partecipi e far avvicinare a questo mondo, sin da piccoli, persino i figli, come spiega la psicoterapeuta esperta in età evolutiva Stefania Andreoli.

Poiché l'educazione finanziaria in Italia non è materia curricolare nei programmi scolastici, le iniziative per gli studenti nascono per lo più dalla disponibilità di docenti e dirigenti, ciò fa

---

<sup>72</sup> <https://www.mef.gov.it/ministero/comitati/comitato-educazione-finanziaria/index.html>

<sup>73</sup> A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D'Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, “Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?”, 2019

sì che sia difficile realizzare un percorso che garantisca una continuità lungo i diversi cicli scolastici.

### **5.2.2 L'alfabetizzazione finanziaria nei giovani**

Si potrebbe essere indotti a pensare che gli adolescenti di oggi, essendo mediamente più istruiti rispetto ai loro genitori o ai loro nonni, siano anche automaticamente più educati sul piano finanziario. Invece, alcune ricerche nazionali indicano esattamente i giovani come i soggetti meno istruiti in campo finanziario, i meno interessati a queste tematiche (Russo, 2011). Un'indagine Doxa<sup>74</sup> del 2011 ha, ad esempio, rivelato che il 50% dei ragazzi italiani di età compresa tra i 18 e i 29 anni non conosce le obbligazioni, l'83% non saprebbe orientarsi nel comparto del risparmio gestito, il 50% dei ragazzi titolari di un conto corrente non sa leggere correttamente l'estratto conto.

A livello mondiale, invece, tra i paesi con un tasso di alfabetizzazione finanziaria elevati abbiamo ad esempio i Paesi Bassi, il regno Unito, la Finlandia, l'Australia, mentre tra le economie emergenti, l'Asia meridionale è la sede di paesi con alcuni dei punteggi di alfabetizzazione più bassi.

Un'altra indagine promossa dall'OCSE nel 2018, condotta su un campione di 117000 ragazzi di 15 anni a livello Europeo, rivela sempre come i giovani italiani siano tra i meno preparati in merito ad argomenti economico finanziari; infatti, soltanto il 36,1% dichiara di interessarsi all'argomento in questione, ma soprattutto le competenze finanziarie sono ben al di sotto la media OCSE europea, divario ancora più accentuato per le ragazze. Dall'indagine emerge come il problema dell'ignoranza finanziaria abbia delle radici cultural ed essendo così radicato tra gli adulti viene poi trasmesso ai giovani, poiché il 94% di questi dichiara di reperire informazioni dai genitori. Analizzando i principali dati raccolti riguardanti l'Italia scaturisce

---

<sup>74</sup> Istituto specializzato in sondaggi d'opinione, ricerche di mercato e analisi statistiche fondato nel 1946 da Pierpaolo Luzzatto Fegiz.



da questi come il 20,9% dei quindicenni ha conoscenze finanziarie inferiori al livello minimo, rispetto ad una media europea del 14,7%. Di contro soltanto il 4,5% del campione nazionale raggiunge il livello 5, ovvero il livello massimo delle conoscenze, a fronte di una percentuale più che doppia a livello Europeo. Una delle differenze osservabile sul campione, come riporta l'OCSE, riguarda il divario di genere ma anche il fattore territoriale riflette una discrepanza tra le differenti zone del Paese: a livello nazionale gli studenti del nord presentano risultati migliori rispetto ai loro colleghi del sud, mentre per quanto riguarda gli studenti del centro risultano prestazioni migliori nei confronti dei coetanei al sud, ma comunque peggiori per quanto riguarda il campione esaminato al nord. Consapevole degli scarsi risultati dei giovani italiani, il Comitato per l'educazione finanziaria dichiara di avviare progetti e corsi di insegnamento all'interno delle scuole secondarie di secondo grado con l'obiettivo di fornire agli studenti una preparazione di base quanto meno sufficiente a comprendere ed affrontare le problematiche e le questioni economico finanziarie relative alla vita quotidiana.

Riguardo alle iniziative a favore dei giovani, in collaborazione con il MIUR, il Comitato intende promuovere iniziative di educazione finanziaria nelle scuole con l'obiettivo di introdurre nel tempo l'educazione finanziaria tra le priorità da perseguire nel potenziamento dell'offerta formativa nonché, appunto, tra gli insegnamenti curricolari<sup>75</sup>. Altre iniziative riguarderanno la formazione per gli insegnanti, l'avvio di sperimentazioni didattiche sui temi dell'educazione finanziaria, la diffusione di materiale di approfondimento nelle scuole e l'introduzione di Olimpiadi e gare sull'educazione finanziaria<sup>76</sup>.

Una iniziativa di portata nazionale ideata per promuovere le attività di educazione finanziaria è stata l'istituzione del Mese dell'Educazione Finanziaria, partita nel mese di ottobre 2018. La scelta di ottobre è stata motivata dagli eventi già presenti in quel mese, come ad esempio

---

<sup>75</sup> <http://www.quellocheconta.gov.it/it/chi-siamo/strategia-nazionale/strategia-nazionale2/index.html>

<sup>76</sup> A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D'Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, "Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?", 2019

la World Investor Week, un evento di portata internazionale che si svolge la prima settimana di ottobre, e la giornata mondiale del risparmio, che si svolge il 31 ottobre<sup>77</sup>.

### **5.2.3 Il divario tra ricchi e poveri**

Seguendo l'analisi condotta da Standard and Poor's – società che realizza ricerche finanziarie – nel 2015, è scaturito che il 31% più ricco della popolazione risulta “finanziariamente educato”, mentre solo il 23% più povero lo è. Ciò significa che i benestanti hanno più conoscenze e competenze sui concetti come la diversificazione del rischio, l'inflazione; la parte più ricca della popolazione, infatti, ottiene un punteggio sufficiente nei test di educazione finanziaria pari al 44%, mentre i più poveri ottengono solamente il 27%. Dal punto di vista probabilistico gli studenti che provengono da contesti meno agiati hanno le stesse possibilità degli altri di raggiungere il punteggio minimo nelle prove, tutta via, in media, gli studenti provenienti da un contesto socioeconomico migliore ottengono, in media, 60 punti in più nelle prove di alfabetizzazione finanziaria.

Le motivazioni di ciò sono due:

1. Di solito la popolazione più ricca è più abituata ad amministrare denaro, immobili o titoli complessi di risparmio; di conseguenza i più ricchi sono più finanziariamente educati.
2. Nell'educazione delle classi socioeconomiche più alte, specialmente negli ultimi anni di studi, vengono inclusi dei percorsi didattici che riguardano l'amministrazione dei loro futuri beni e la conoscenza del denaro in tutte le sue forme.

---

<sup>77</sup> A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D'Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, “Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?”, 2019

## 5.2.4 Gli effetti del Covid – 19

Gli effetti della disinformazione hanno ripercussioni a livello personale e familiare, rendendo gli individui incapaci di far fronte a eventi inattesi come la riduzione o la privazione del reddito per un certo periodo. La consapevolezza economica diventa indispensabile all'intero Paese per prosperare e innovarsi. E, in questo caso, ripartire dopo lo sconvolgimento causato dalla pandemia. L'effetto economico dell'emergenza COVID-19 è stato analizzato dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, constatando che, in epoca prima del COVID, ben oltre il 36,6% delle persone intervistate non possedeva i mezzi sufficienti per fronteggiare più di due mesi senza reddito e due famiglie su dieci non possedevano disponibilità finanziaria per affrontare un mese in condizioni di assenza di reddito; tra le persone che sono in grado di far fronte ad una mancanza di reddito fino a sei mesi ci sono i possessori di laurea o più (39,1%) e gli over 65 (39,9%), molto meno chi ha un livello di istruzione più basso e tra i giovani.

Come spiega Annamaria Lusardi: «Le competenze finanziarie, assicurative e previdenziali incidono profondamente sulla qualità della vita delle persone e si rivelano fondamentali per affrontare al meglio l'attuale momento di crisi e incertezza legato all'emergenza COVID-19». Alcuni studi confermano che tre famiglie su dieci, ad oggi, avrebbero difficoltà ad affrontare una spesa imprevista di media entità e il 35% dei decisori finanziari dichiara di provare una sensazione d'ansia pensando alla propria situazione finanziaria. È evidente quindi, dopo aver analizzato i vari dati, che il potenziamento dell'educazione finanziaria nel nostro Paese non è più possibile rinviabile<sup>78</sup>.

---

<sup>78</sup> <https://www.am.pictet/it/blog/articoli/guida-alla-finanza/cos-e-l-educazione-finanziaria-e-perche-e-importante-in-un-momento-di-crisi>

### 5.3 Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli Italiani

All'inizio del 2020 la Banca d'Italia ha condotto la seconda Indagine sull'Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani (IACOFI) su un campione di 4.412 individui. L'obiettivo del lavoro è discutere lo stato dell'alfabetizzazione finanziaria degli italiani.

I parametri presi come riferimento riguardano tre aspetti:

- **Conoscenze:** Domande volte a verificare la comprensione dei concetti base per compiere scelte finanziarie.
- **Comportamenti:** Le domande si riferiscono alla gestione delle risorse finanziarie.
- **Attitudini:** Rilevano l'orientamento degli individui al risparmio in un'ottica di lungo periodo.

Il primo blocco di domande concernete le conoscenze finanziarie si compone di 9 quesiti, in seguito, il secondo blocco inerente al comportamento finanziario dei soggetti si articola in 8 quesiti ed infine, il blocco sulle attitudini finanziarie dei rispondenti si basa su tre domande<sup>79</sup>.

Le domande sottoposte hanno diversi coefficienti di discriminazione in base alla specificità dei quesiti finanziari somministrati, in modo tale da separare i soggetti in quattro diverse categorie, classificate per grado di conoscenze finanziarie. I paesi OCSE partecipanti all'indagine presentano valori medi che oscillano intorno ad un punteggio di 12,7, di contro il punteggio medio italiano che si attesta sugli 11,2 punti. I fattori più significativi per spiegare il divario di conoscenze nel campione esaminato sono il titolo di studio, età anagrafica, l'appartenenza geografica e il genere dell'individuo intervistato.

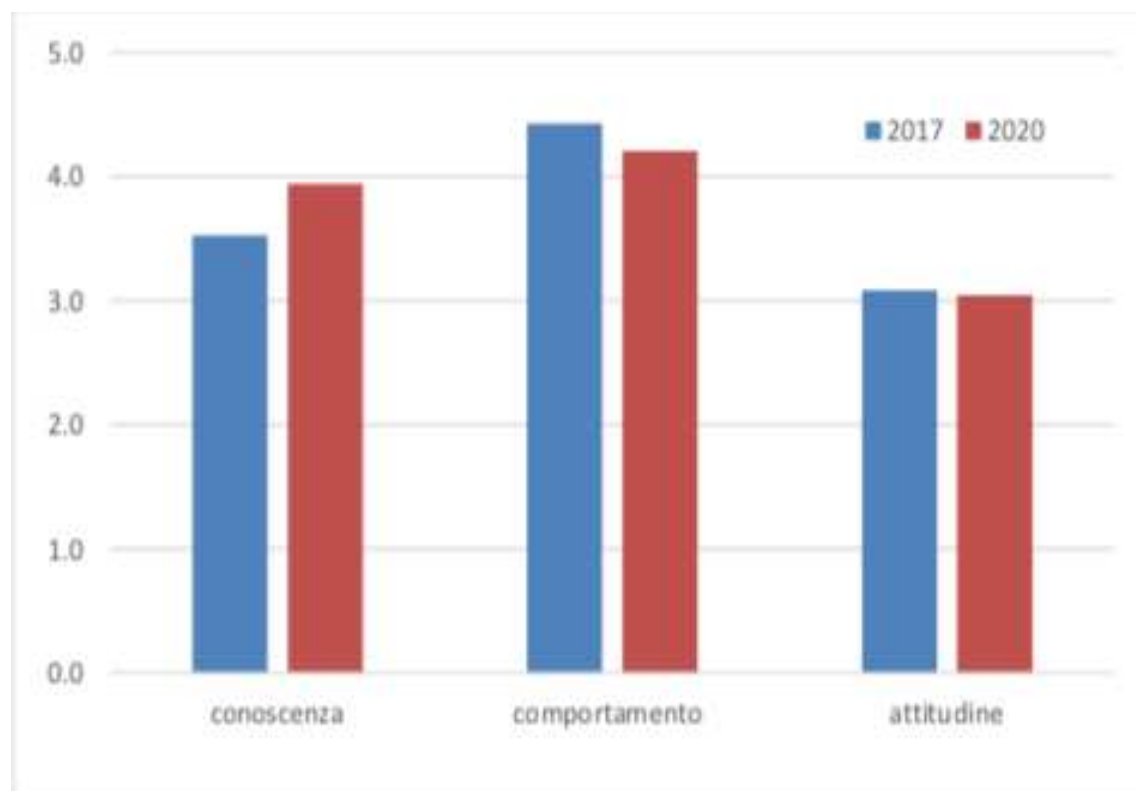
La quota di soggetti che nel 2020 registrano un punteggio di conoscenza giudicato sufficiente dall'OCSE, 5 o più su 7, è pari al 44,3%, la percentuale di rispondenti per la quale il punteggio

---

<sup>79</sup> È possibile trovare il questionario completo con i relativi punteggi assegnati a ciascuna domanda alla pagina <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF>

sul comportamento è giudicato sufficiente, un punteggio di 6 o più su 9, è invece stabile rispetto alla precedente indagine, per quanto riguarda l'attitudine, invece, la quota di coloro che hanno un punteggio uguale o superiore a 4 è pari a 13,7%.

**Figura 2 – Alfabetizzazione in Italia: le componenti**



Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF\\_588\\_20.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf)

La figura presenta i cambiamenti che hanno subito i tre parametri di riferimento dal 2017 al 2020 e, in relazione a ciò, è possibile verificare come il punteggio dei comportamenti si sia ridotto; questo calo è dovuto a fattori che sono influenzati dalle condizioni economiche dei soggetti, come la diminuita capacità di risparmio, l'incapienza del reddito a coprire le spese, definita risparmio negativo o la riduzione nella frequenza di un pagamento puntuale delle bollette e delle rate dei prestiti<sup>80</sup>. Ponendo l'attenzione sull'attitudine, invece, è possibile

<sup>80</sup> G. D'Alessio, R. De Bonis, A. Neri e C. Rampazzi, "Questioni di Economia e Finanza, L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020"

notare come questa si sia mantenuta stabile nel tempo; essa viene valutata nell'indagine attraverso tre domande che verificano la tendenza dei rispondenti a guardare ai temi finanziari con un'ottica di lungo periodo.

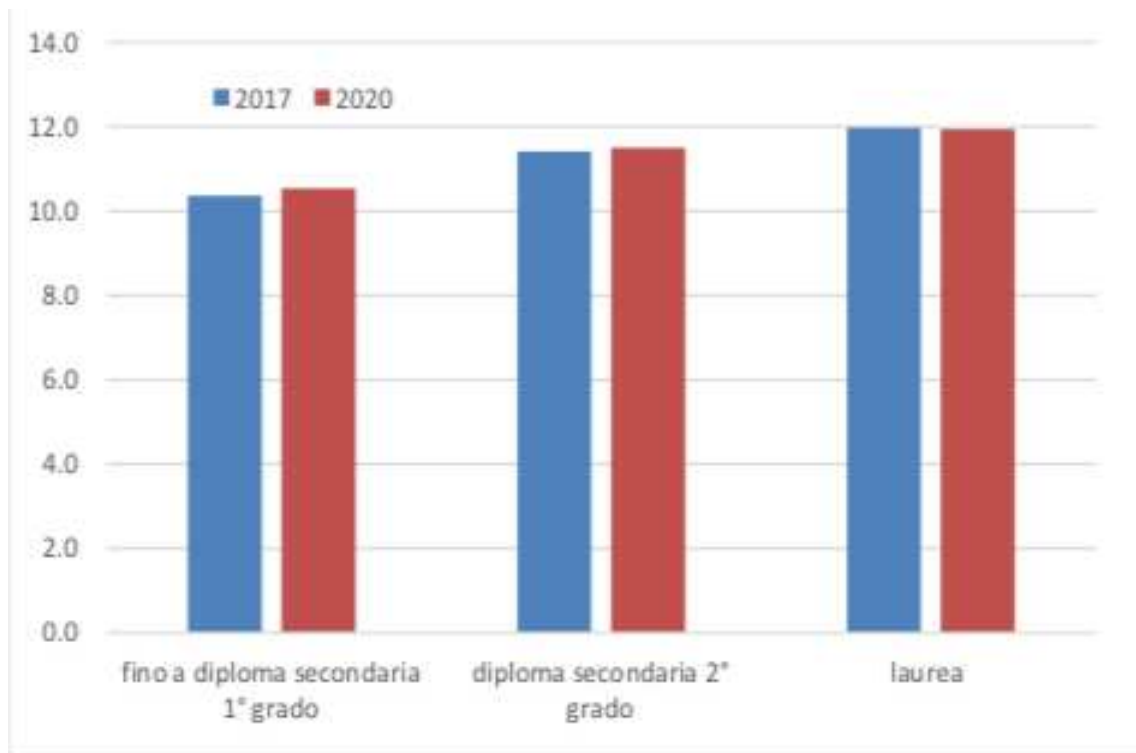
Il primo parametro relativo alle conoscenze è l'unico ad aver subito un leggero aumento nell'indagine del 2020.

Esaminando gli indicatori sulla base delle caratteristiche degli intervistati, l'indagine 2020 conferma che l'alfabetizzazione finanziaria ha un'alta variabilità tra la popolazione, a seconda dell'istruzione, del genere, dell'età e dell'area geografica. I laureati hanno un grado di alfabetizzazione più alto rispetto agli individui con livelli di istruzione più bassi<sup>81</sup>, come è possibile vedere nella figura seguente.

### **Figura 3: Alfabetizzazione finanziaria in Italia per titoli di studio, 2017-2020**

---

<sup>81</sup> G. D'Alessio, R. De Bonis, A. Neri e C. Rampazzi, "Questioni di Economia e Finanza, L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020"

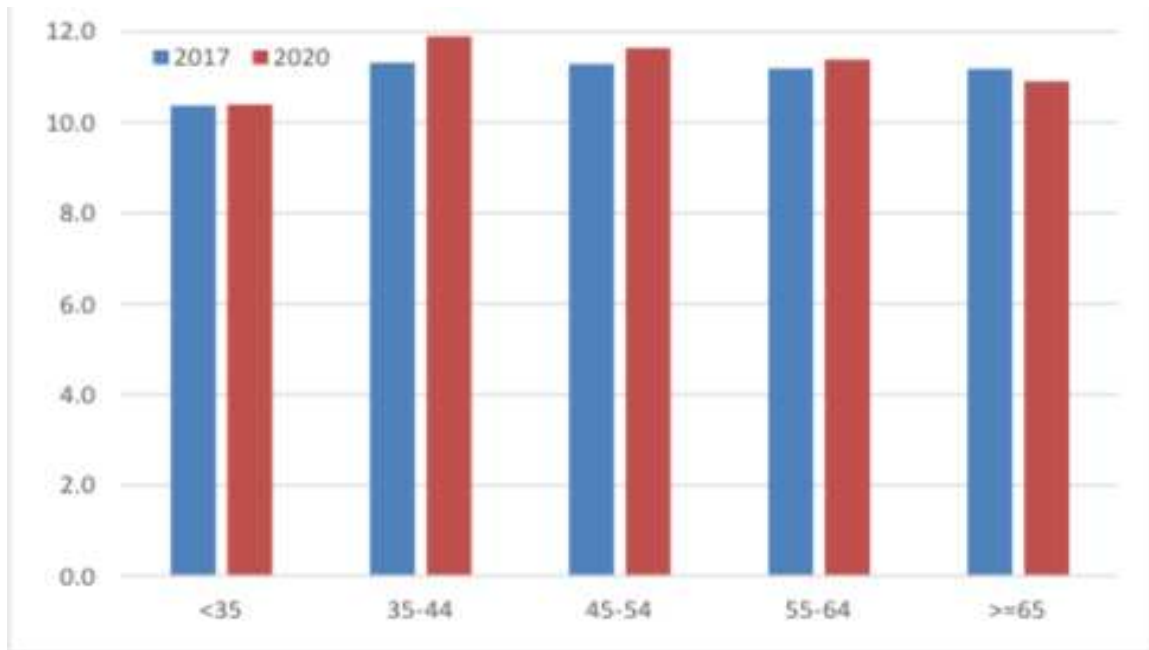


Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF\\_588\\_20.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf)

Nel dettaglio risulta che l'alfabetizzazione finanziaria raggiunge livelli più elevati nella popolazione con età compresa tra i 35 ed i 44 anni. Si evidenzia come al contrario sia molto bassa negli under 35; questi divari sono prevalentemente dovuti alle diverse caratteristiche della popolazione nelle varie classi di età, soprattutto in termini di istruzione.

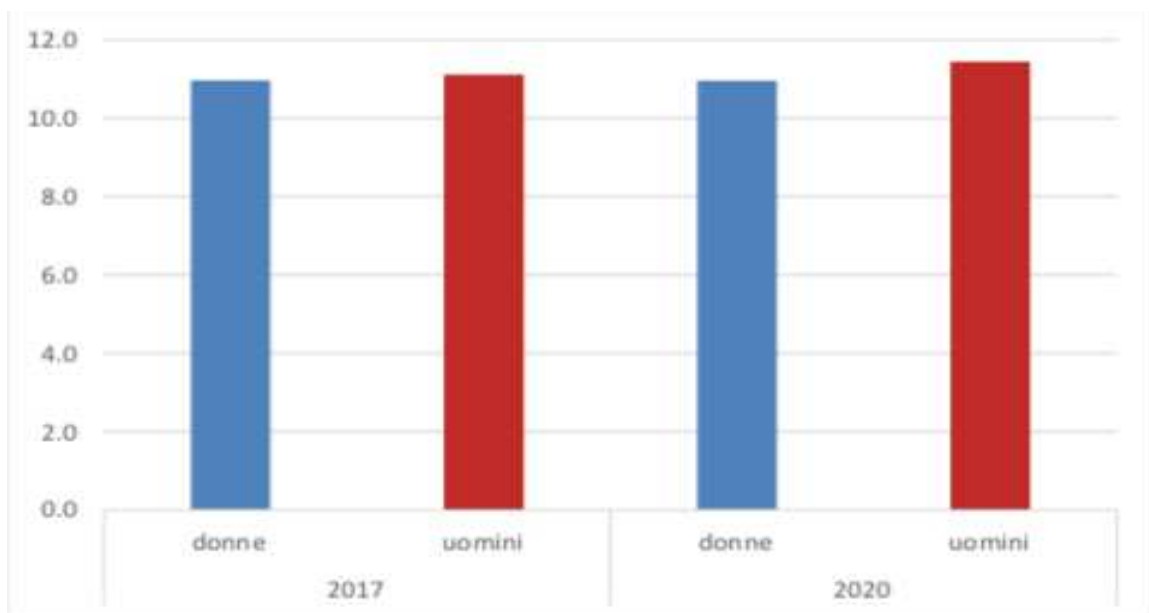
Inoltre, il divario di genere conferma che gli uomini siano finanziariamente più consapevoli rispetto alle donne; si rivela determinante la partecipazione al mercato del lavoro, che influisce positivamente sulle competenze. In particolar modo, anche le differenze geografiche determinano un differente livello di cultura finanziaria: i residenti del Centro-Nord sono più preparati di quelli del Sud.

**Figura 4: Alfabetizzazione finanziaria in Italia per classi di età, 2017-2020**



Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF\\_588\\_20.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf)

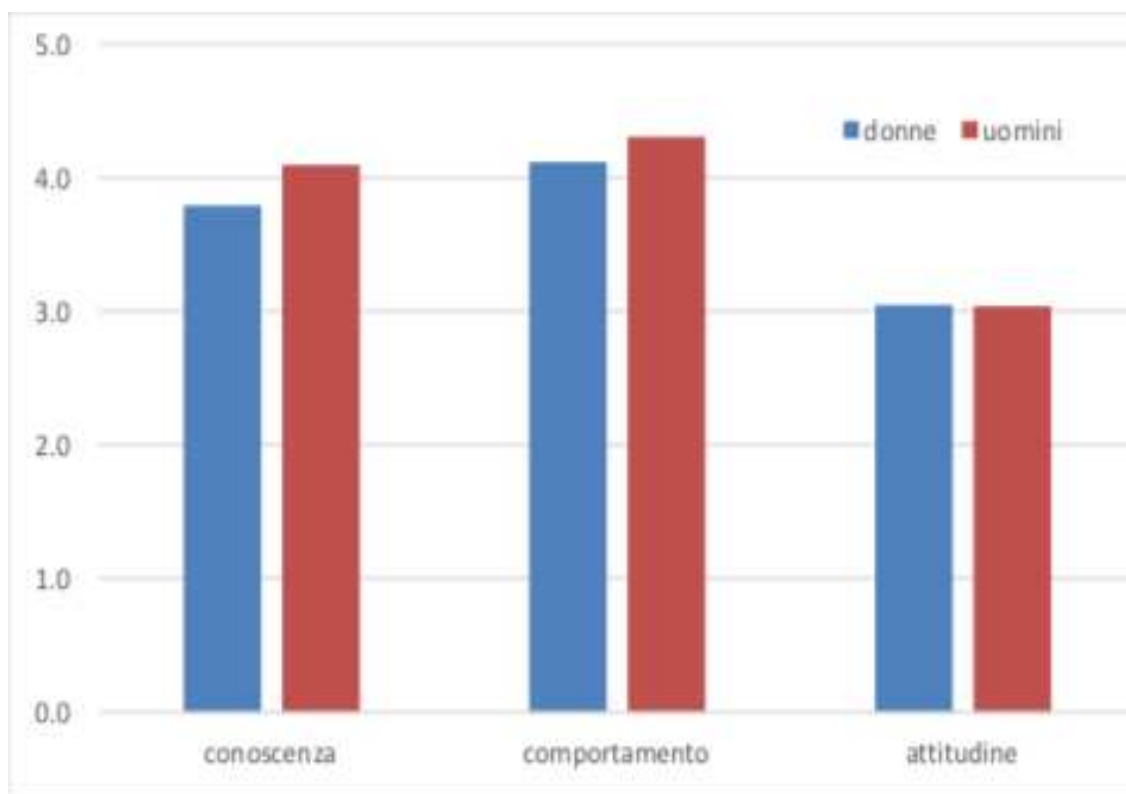
**Figura 5: Alfabetizzazione finanziaria in Italia per genere, 2017-2020**



Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF\\_588\\_20.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf)

**Figura 6: Conoscenza, comportamento e attitudine in Italia per genere, 2020**



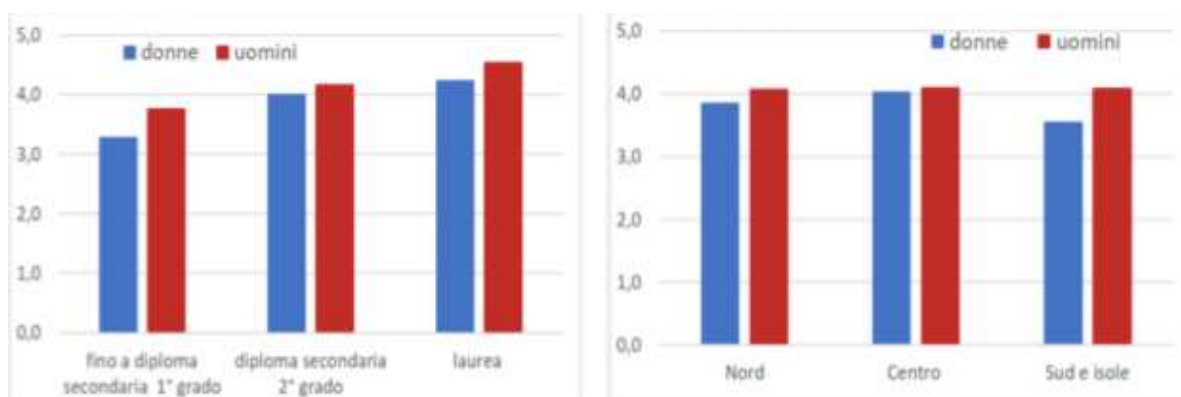


Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF\\_588\\_20.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf)

### Figura 7: Conoscenze finanziarie in Italia, 2020

per genere e titolo di studio

per genere e area geografica



Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF\\_588\\_20.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf)

Analizzando il divario di genere in base alla condizione occupazionale, emerge la rilevanza della partecipazione al mercato del lavoro, e quindi l'aspetto di un reddito personale da gestire,

un fattore che influisce favorevolmente sulle conoscenze finanziarie<sup>82</sup>. Le casalinghe e le pensionate contribuiscono ad ampliare la distanza nei livelli di conoscenze, rappresentando i sottogruppi più fragili, mentre le lavoratrici autonome risultano più preparate degli omologhi uomini<sup>83</sup>.

Per comprendere al meglio gli effetti dei singoli fattori a parità di tutti gli altri, è stata condotta un'analisi di regressione, stimando dei modelli lineari: le variabili dipendenti sono le tre componenti di alfabetizzazione finanziaria e l'indicatore totale. Le variabili indipendenti sono il genere, l'età, il titolo di studio e l'area geografica di residenza<sup>84</sup>, che sono anche i fattori più significativi per spiegare i divari nei vari aspetti in cui si articola l'alfabetizzazione finanziaria. In particolar modo, il titolo di studio risulta significativo<sup>85</sup> per l'indicatore complessivo e per tutte e tre le sue componenti. L'istruzione, invece, è la variabile principale per spiegare l'alfabetizzazione totale e i profili delle conoscenze e dei comportamenti.

### **Figura 8 – Punteggi medi di alfabetizzazione finanziaria in Italia nel 2020**

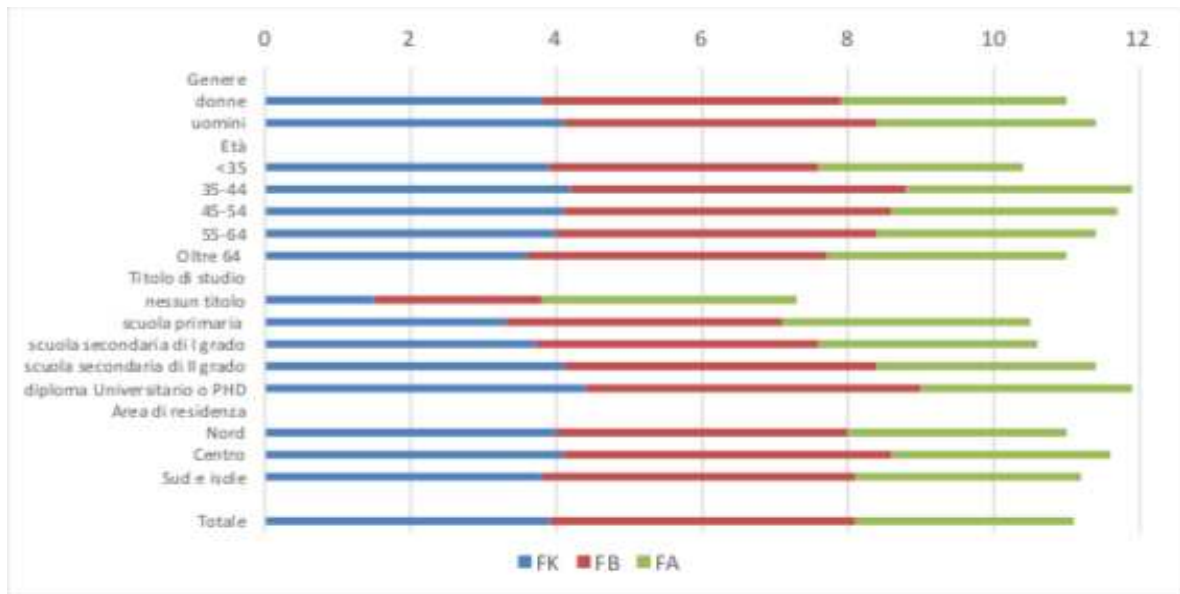
---

<sup>82</sup> Debora Rosciani, Mauro Meazza, “Investire perché”, 2021

<sup>83</sup> G. D'Alessio, R. De Bonis, A. Neri e C. Rampazzi, “Questioni di Economia e Finanza, L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020”

<sup>84</sup> G. D'Alessio, R. De Bonis, A. Neri e C. Rampazzi, “Questioni di Economia e Finanza, L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020”

<sup>85</sup> «Statisticamente significativo» significa semplicemente che ciò è stato osservato è «difficilmente dovuto al caso».

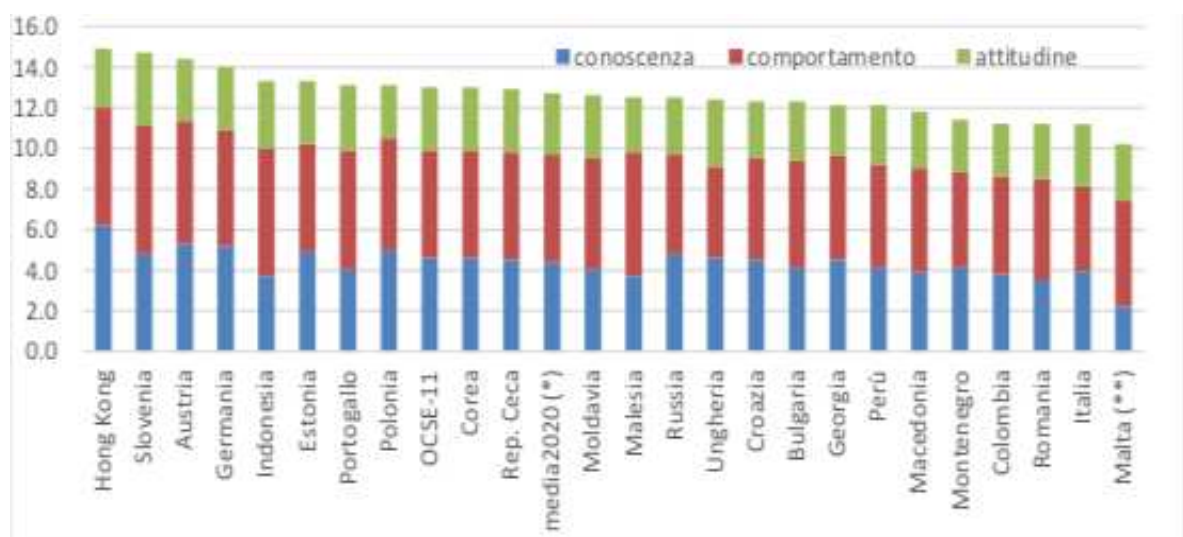


Legenda: FK = Conoscenze finanziarie; FB = Comportamenti finanziari; FA = Attitudini finanziarie

Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF\\_588\\_20.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf)

Nella comparazione internazionale, nel 2020 l'Italia si conferma, come nel 2017, in coda alla classifica stilata dall'OCSE.

**Figura 9: Confronto internazionale: l'alfabetizzazione finanziaria nel 2020**



Fonte: OECD (2020) International Survey of Adult Financial Literacy. (\*) La media è calcolata su 23 paesi, escludendo Francia, Malta e Tailandia. (\*\*) Malta ha calcolato i punteggi usando un numero più contenuto di domande, 4 per le conoscenze e 7 per i comportamenti.

Gli italiani sono comunque consapevoli delle proprie modeste conoscenze finanziarie. La percentuale di individui che sostengono di avere conoscenze sotto al di sotto della media è superiore di circa 20 punti percentuali rispetto alla media OCSE. La tendenza a sottostimare le proprie conoscenze è più sentita nelle donne: nel 2020 il 33% tra loro valutano il loro livello di conoscenza finanziaria al di sotto della media, mentre in realtà realizzano un punteggio sopra la media (mentre tra gli uomini la percentuale è del 26%). Fra il 2017 e il 2020 la percezione di possedere scarse capacità sui temi finanziari si è rafforzata<sup>86</sup>.

In conclusione l'indagine permette di classificare il campione in quattro categorie:

- Esclusi: Pari al 21% della popolazione, sono coloro che nei test somministrati hanno totalizzato punteggi pressoché nulli, segnalando un livello di conoscenze finanziarie totalmente insufficiente.
- Incompetenti: Rappresentano il 30% degli italiani, sono individui che hanno conoscenze finanziarie insufficienti per prendere decisioni consapevoli.
- Competenti: Categoria che rappresenta il 26% del campione, sono coloro che hanno conoscenze in ambito finanziario.
- Esperti: Sono il 17% della popolazione, hanno un livello medio di competenze finanziarie quasi doppio di quello medio.

Si può affermare, per concludere, che dal 2017 al 2020 le conoscenze finanziarie degli italiani sono migliorate: si sono ridotte le popolazioni degli esclusi e degli incompetenti; la quota dei

---

<sup>86</sup> G. D'Alessio, R. De Bonis, A. Neri e C. Rampazzi, "Questioni di Economia e Finanza, L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020"

competenti è cresciuta di circa 10 punti percentuali. La numerosità degli esperti è aumentata di meno di un punto percentuale. In alcuni casi la mancanza di conoscenze finanziarie può essere compensata dalla presenza in famiglia di individui più preparati che si occupano della gestione dell'economia familiare; la scarsa alfabetizzazione finanziaria di alcuni individui all'interno della famiglia può tuttavia riflettersi in un loro minor livello di autonomia e di benessere, per tanto, il livello di conoscenze finanziarie è rilevante anche per valutare la capacità economica delle famiglie di crearsi riserve finanziarie per assorbire shock economici<sup>87</sup>.

---

<sup>87</sup> G. D'Alessio, R. De Bonis, A. Neri e C. Rampazzi, "Questioni di Economia e Finanza, L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020"

## CONCLUSIONI

La consulenza finanziaria e la figura del consulente sono i temi centrali dell'intero elaborato, all'interno del quale si è cercato di dar conto dell'evoluzione dell'attività di consulenza, toccando alcuni punti che provano a far riflettere sul futuro della stessa.

L'obiettivo di questo elaborato era quello di comprendere se la figura del consulente e la sua attività possano davvero migliorare il benessere finanziario delle persone: il presente lavoro prova a spiegare come il consulente ricopra un ruolo essenziale nell'assistenza al cliente e nell'affiancamento alle sue decisioni finanziarie. Il consulente non solo rappresenta una figura competente alla quale affidare il proprio denaro, esso ricopre anche un ruolo guida nel compimento di scelte finanziarie non distorte.

Come visto nel terzo capitolo, però, un elemento da non sottovalutare che potrebbe portare ad una diminuzione della richiesta del servizio di consulenza, è il potenziale conflitto di interessi che potrebbe insorgere in capo ai soggetti qualificati durante lo svolgimento del proprio lavoro. Per questo motivo, è necessario l'intervento in materia di conflitti di interesse attraverso alcune possibili soluzioni come la trasparenza e il supporto alla nascita di un servizio di consulenza indipendente. Il consulente fee-only, infatti, percependo una remunerazione solamente dal proprio cliente e non essendo vincolato dalla vendita di prodotti finanziari preconfezionati, riesce a gestire a pieno e nel modo migliore un potenziale conflitto di interesse. Il consulente finanziario, così come l'avvocato, l'ingegnere ed il commercialista, è un libero professionista che lavora nell'interesse del proprio cliente, è un soggetto che gode di ampia autonomia nello strutturare il portafoglio di strumenti finanziari più consoni alle esigenze del cliente per il raggiungimento di predeterminati obiettivi avendo come fine ultimo, il soddisfacimento dell'interesse dell'investitore.

Esso è un esperto dei mercati e dei prodotti finanziari offerti da banche, istituti di credito e società di intermediazione: grazie a queste conoscenze, può consigliare e indirizzare i propri clienti verso le soluzioni più adatte alle loro esigenze.

In base al livello di rischio che il cliente è pronto ad assumere, il consulente finanziario può proporre una pianificazione finanziaria personalizzata, per raggiungere gli obiettivi definiti insieme.

È, quindi, davvero importante la figura del consulente finanziario al giorno d'oggi?

Secondo Wall Street Italia ci sono quattro vantaggi per chi sceglie un financial advisor<sup>88</sup>:

1. Il consulente finanziario può cambiare il comportamento degli individui: l'advisor, interpretando le abitudini del cliente, è in grado di determinare le strategie più efficaci per conseguire i risultati previsti e potrà aiutarlo a gestire i suoi impulsi e a mantenere la rotta del piano finanziario.
2. Il consulente può responsabilizzare il cliente: il financial advisor rende le persone responsabili per il raggiungimento dei loro obiettivi finanziari. Al contrario, fare tutto in proprio espone a maggiori rischi, specialmente se i soggetti non sono abbastanza educati finanziariamente.
3. Il consulente fa risparmiare tempo: prendersi cura dei risparmi richiede attenzione e tempo, se quest'ultimo è scarso a causa di altri impegni, sarà difficile fare scelte veramente ben ponderate. Il consulente, al contrario, permette di ottimizzare le scelte di investimento, lasciando al cliente il tempo che gli serve per altre attività.
4. Il consulente suggerisce cosa non fare: la consulenza non si applica solo sulle scelte d'investimento più appropriate, l'esperienza dell'advisor può essere utile a riconoscere con largo anticipo le conseguenze a lungo termine di abitudini sbagliate.

---

<sup>88</sup> <https://www.wallstreetitalia.com/conviene-consulente-finanziario/>

## BIBLIOGRAFIA

- Bertelli R., “La consulenza finanziaria e la finanza comportamentale: dal contributo teorico all’applicazione operativa”, 2010
- Quirici M. Cristina, “Il mercato mobiliare”, 2010
- G. Rubba, “L’impatto ed i risvolti della Direttiva MIFID sul Testo Unico Finanza, in Innovazione e Diritto n. 3/2008”, Università degli studi di Napoli, 2008
- V. Conti, “Mercati finanziari e sviluppi regolamentari: inquadramento della direttiva MiFID”, 2007
- PWC, “Gli impatti della Mifid II nell’asset management: una prospettiva”, 2014
- Di Mascio, “La consulenza finanziaria”, 2011
- M. Bortolotto, V. Corino, “Organismo di vigilanza e conflitto di interessi”, 2018
- Di Carlo E., “il conflitto di interessi nelle organizzazioni produttive”, 2011
- G. Stella, “il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza: principi generali del codice civile e disciplina dei servizi di investimento, in conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza”, Giuffrè 2007
- R. Del Giudice, P. Capizzano, “I conflitti di interesse e la corporate governance nella valutazione del rating delle banche”, 2006
- IBL Banca, “Politica in materia di gestione dei conflitti di interesse”
- N. Linciano e P. Soccorso, “Le sfide dell’educazione finanziaria: la rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l’individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace”, 2017
- Rigoni U., "Finanza comportamentale e gestione del risparmio", Giappichelli, Torino, 2006
- Gennaioli N., Shleifer A., & Vishny R., Money Doctors. The Journal of Finance, LXX, 2015



- N. Linciano, P. Soccorso, “Le sfide dell’educazione finanziaria”, 2018
- Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), “Raccomandazione del Consiglio sull’alfabetizzazione finanziaria”
- A. Baglioni, D. Cucinelli, G. D’Agostino, P. De Socio, A. Fuk, A. Lusardi, P. Munafò, G. Paladino, E. Rinaldi, “Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?”, 2019
- G. D’Alessio, R. De Bonis, A. Neri e C. Rampazzi, “Questioni di Economia e Finanza, L’alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell’indagine della Banca d’Italia del 2020”, 2020
- F. Denozza, “I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore “imprenditore di sé stesso”, 2009
- M. Trifilidis, “L’educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale”, 2009
- R. Bertelli. “La consulenza finanziaria e la finanza comportamentale: dal contributo teorico all’applicazione operativa”
- R. Caparvi, “Il mercato mobiliare”, 2007
- Debora Rosciani, Mauro Meazza, “Investire perché”, 2021
- A. Barone, R. Caponi, M. Cartabia, R. Martino, A. Panzarola, A. Piekenbrock, A. Police, M.A. Sandulli, G. Spangher, “Il processo”, 2019
- Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria; Decreto Legislativo 17 luglio 2009 N. 101

## SITOGRAFIA

- [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)
- [www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)
- [leg15.camera.it](http://leg15.camera.it)
- [www.concreteinvesting.com/](http://www.concreteinvesting.com/)
- [www.rivista231.it](http://www.rivista231.it)
- [www.iblbanca.it](http://www.iblbanca.it)
- [www.consob.it](http://www.consob.it)
- [www.organismocf.it](http://www.organismocf.it)
- [citywire.it](http://citywire.it)
- [www.treccani.it](http://www.treccani.it)
- [www.money.it](http://www.money.it)
- [masteranticorruzione.it](http://masteranticorruzione.it)
- [www.econopoly.ilsole24ore.com](http://www.econopoly.ilsole24ore.com)
- [startingfinance.com](http://startingfinance.com)
- [dibanca.com](http://dibanca.com)
- [www.farbanca.it](http://www.farbanca.it)
- [web.camera.it](http://web.camera.it)
- [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)