

**Crisi dei mercati e tutela del risparmiatore.  
Il ruolo dell'educazione finanziaria e del servizio di consulenza\***  
di Paolo Polimanti

SOMMARIO: 1. Il risparmio in Italia. Dai *BOT people* all'ingegneria finanziaria – 2. Dalla logica del “prodotto” alla logica del “servizio” (di consulenza) – 3. Le ragioni di politiche pubbliche di alfabetizzazione finanziaria – 4. Panorama delle principali iniziative promosse dalle istituzioni internazionali. Uno sguardo al Regno Unito.

**1. Il risparmio in Italia. Dai *BOT people* all'ingegneria finanziaria**

La recente crisi globale e i numerosi *crack* finanziari hanno riproposto l'esigenza di migliorare il sistema di protezione dell'investitore<sup>1</sup>. In un contesto di recessione economica, pur con varie sfumature, la letteratura economica e giuridica sono concordi nel ritenere che la deregolamentazione dei mercati e l'innovazione finanziaria hanno contribuito a produrre effetti destabilizzanti per l'intero sistema. Le autorità preposte alla regolazione dei mercati, come vedremo nelle pagine che seguono, sono intervenute a difesa del risparmiatore, riscrivendo alcune regole che hanno prodotto un cambiamento di prospettiva, passando da una logica di vigilanza sulla “vendita dei prodotti finanziari”, ad una logica di vigilanza sulla “vendita del servizio finanziario al risparmiatore”.

Tuttavia, tale cambiamento di prospettiva nel sistema di regolazione e di vigilanza, pur andando nella direzione auspicata, potrebbe non sortire gli effetti sperati se non accompagnati da forme di autotutela del risparmiatore, attraverso politiche pubbliche di educazione finanziaria. Tema che si sta affermando prepotentemente nelle agende dei *policymaker*, ma che è oggetto di un vivace

---

\* Il presente lavoro rappresenta l'elaborazione dell'intervento tenuto al Convegno del 29 maggio 2012 presso l'Università di Perugia dal titolo “*Crisi dei mercati e tutela dei risparmiatori*”, nell'ambito dei Seminari di Diritto Pubblico “*Crisi sistemiche e dinamiche riformatrici*”.

<sup>1</sup> Sulla crisi dei mercati finanziari si veda il recente contributo di G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2011.

dibattito all'interno della società civile, già da qualche anno<sup>2</sup>. Questa tendenza trova la sua ragione d'essere in alcuni fattori, comuni a molti paesi. In primo luogo, il progressivo invecchiamento demografico ha reso necessario riforme del sistema pensionistico rendendo le famiglie più direttamente responsabili del finanziamento della loro assistenza sanitaria e del mantenimento del tenore di vita anche in età pensionistica. In secondo luogo, il basso livello dei tassi di interesse hanno determinato la crescita dei mutui e del credito al consumo, rendendo necessario la conoscenza di prodotti e regole del sistema di erogazione del credito. Infine, gli intermediari che operano in mercati sempre più integrati e concorrenziali, hanno ampliato e diversificato la gamma di prodotti e servizi determinando, quindi, una crescente complessità delle opzioni a loro disposizione. Tutto ciò, se rappresenta una esigenza avvertita in molti paesi europei ed extraeuropei, è sicuramente una priorità per i risparmiatori italiani, i quali per le caratteristiche strutturali del nostro sistema economico, hanno indirizzato i propri risparmi quasi esclusivamente in titoli di debito pubblico nazionali.

Le ragioni di questa scelta da parte del risparmiatore italiano è riassunta nella tab. 1, nel periodo 1975-1996, a fronte di un rendimento del mercato obbligazionario pari al mercato azionario, il primo presenta dei rischi sicuramente inferiori rispetto al secondo. Anche dal punto di vista del rendimento reale, il mercato obbligazionario presentava un *gap* che faceva propendere l'investitore per un impiego del risparmio verso i titoli di debito pubblico.

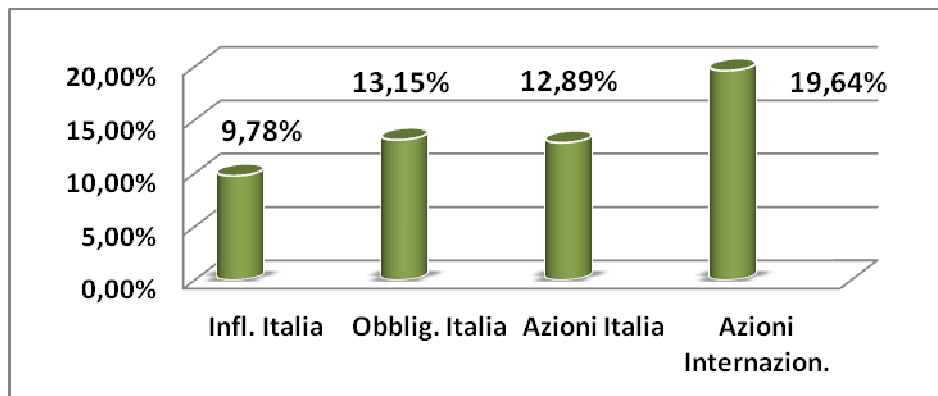
Tuttavia, la situazione è destinata a mutare nel corso del decennio successivo a seguito dei cambiamenti che si sono susseguiti sia nel mercato globale, sia per l'adeguamento dell'Italia all'ordinamento comunitario che ha determinato scelte economiche che hanno portato l'universo degli investimenti ad una radicale trasformazione, ma soprattutto una perdita di appetibilità dei titoli di debito pubblico italiano rispetto ad altri impieghi. Come è specificato nella tab. 2, i BOT, considerati dai risparmiatori italiani la forma più sicura e al contempo più redditizia per i propri

---

<sup>2</sup> In merito al tema dell'educazione finanziaria si veda: AA.VV., *Le esperienze di educazione finanziaria*, Fondazione Rosselli, a cura di F. TRACLO', 2010; The European House Ambrosetti, Consorzio PattiChiari, *L'educazione finanziaria in Italia. L'aggiornamento della rilevazione sul livello di cultura finanziaria degli italiani: l'ICF PattiChiari2010 gli interessi dei giovani*, 2010. M.T. PARACAMPO, *Il Ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in *Il Caso.it*, II, 230/2011; M. TRIFILIDIS, *L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, n. 2/2009, 58; A. ANTONUCCI, *Frantumazione di regole e rimedi nel rapporto fra banca e investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 77; R. RORDOF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove e problemi vecchi*, in *La distribuzione di prodotti finanziari, bancari e assicurativi. Nuove regole e problemi applicativi*, a cura di A. ANTONUCCI – M.T. PARACAMPO, Atti del Convegno tenutosi a Bari il 9 novembre 2007, Cacucci, 2008, 99; M. LIERA, *Educare alla finanza? Non va bene a tutti*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 novembre 2009.

risparmi, subisce una contrazione di rendimento a partire dal 1999, tale da non permettere neanche una efficace difesa nei confronti dell'inflazione. Infatti, se al rendimento reale – depurato quindi dal tasso di inflazione – applichiamo le commissioni di negoziazione, avremo con tutta probabilità un rendimento reale negativo per quasi tutto il decennio 1999-2009, ad esclusione del 2001 e del 2008; anni caratterizzati da crisi sistemiche che hanno introdotto elementi di anomalia nel funzionamento del mercato finanziario.

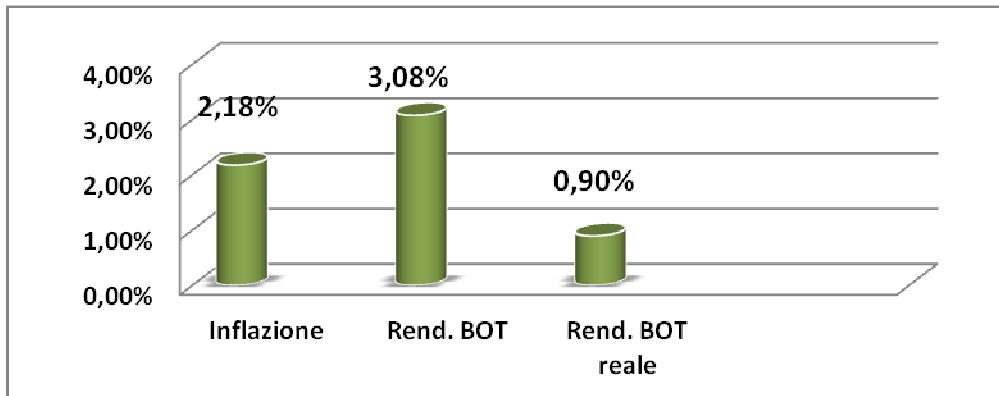
TAB. 1 – Universo degli investimenti in Italia. Performance annue ad intervalli di 5 anni (1975-1996). Fonte: SBS Brinson



TAB. 2 Rendimento dei Buoni Ordinari del Tesoro nel periodo 1996-2009. Fonte: Banca d'Italia – elaborazione P.Polimanti. Il rendimento dei BOT è stato rilevato nell'asta del 15 gennaio di ogni anno.

Periodo riferimento	di	Rend. BOT a 12 mesi (lordo)	Tasso inflazione	di	Rend. reale BOT (lordo)
1996		9,68%	2,70%		6,98%
1997		6,50%	1,90%		4,60%
1998		5,09%	1,50%		3,59%
1999		3,10%	2,20%		0,90%
2000		3,89%	3,00%		0,89%
2001		4,47%	2,40%		2,07%
2002		3,38%	2,80%		0,58%
2003		2,41%	2,20%		0,21%
2004		2,06%	1,90%		0,16%
2005		2,21%	2,20%		0,01%
2006		2,71%	1,70%		1,01%
2007		3,88%	3,00%		0,88%
2008		3,95%	1,60%		2,89%
2009		1,84%	1,00%		0,84%

TAB. 3 Rendimento medio semplice dei Buoni Ordinari del Tesoro nel periodo 1996-2009. Fonte: Banca d'Italia – elaborazione P.Polimanti.



Al cambiamento improvviso del contesto di mercato, l'industria finanziaria cerca di porre rimedio al fine di non perdere quote di mercato a favore di *competitor*, avviando il "confezionamento" di strumenti finanziari complessi, in grado di combinare la garanzia del capitale investito, tipico del mercato obbligazionario, con l'opportunità di cogliere rendimenti più elevati, tipici del mercato azionario. Pertanto, si avvia una fase di "sofisticazione" dei prodotti finanziari, con l'intento di adeguarsi al nuovo contesto di mercato che, tra l'altro, si presenta sempre più competitivo a fronte della globalizzazione dei mercati e dell'ingresso nel mercato italiano di imprese di investimento estere. La crescente competitività dell'industria finanziaria, porta all'estremo il concetto di "ingegneria finanziaria", elaborando strumenti sempre più complessi, perdendo di vista, nell'offerta al risparmiatore, le effettive esigenze di quest'ultimo, passando dalla "logica del servizio" alla "logica del prodotto", con la conseguenza che molti risparmiatori sottoscrivono strumenti finanziari poco comprensibili<sup>3</sup>.

La complessità degli strumenti offerti al mercato e la mancata corrispondenza di questi strumenti alle effettive esigenze dei risparmiatori emerge con tutta evidenza con la crisi globale del 2007 che ha il suo epicentro negli Stati Uniti con i mutui *subprime*, ma che si estende rapidamente in tutti i paesi industrializzati. Il conseguente crollo dei mercati porta al pettine i nodi del sistema finanziario

<sup>3</sup> Tale processo è efficacemente descritto da G. DI GASPARE, *Introduzione allo studio dei mercati mobiliari*, in [www.amministrazioneincammino.luiss.it](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it), 2001. Il fenomeno è stato sottolineato anche da M. DRAGHI: "Gli intermediari, stimolati dal contesto di mercati sempre più integrati e concorrenziali e favoriti dalla incessante innovazione tecnologica, hanno ampliato e diversificato la gamma di prodotti e servizi. In sintesi, alla crescente complessità dei prodotti offerti si è accompagnata la difficoltà da parte della clientela, che nella generalità dei casi non corrisponde al paradigma del "risparmiatore consapevole", di comprenderne le caratteristiche e percepirne con chiarezza i reali profili di rischio e di rendimento", *Relazione annuale di Banca d'Italia*, 2008



italiano ed in particolare l'asimmetria informativa tra imprese d'investimento e risparmiatore: il *default* di molti strumenti acquistati da investitori italiani fa emergere l'esigenza di una diversa e più efficace regolamentazione dell'industria finanziaria italiana.

## **2. Dalla logica del “prodotto” alla logica del “servizio” (di consulenza)**

Le politiche pubbliche messe in campo per far fronte a questo *gap* di regolazione si sono incentrate, prevalentemente sul passaggio da una logica “di prodotto” ad una logica “di servizio”, attraverso un *favor legis* nei confronti del servizio di consulenza, al fine di ancorare gli investimenti consigliati alle effettive esigenze del risparmiatore.

In realtà il servizio di consulenza è un istituto che vede il suo maggiore sviluppo negli Stati Uniti nel 1940 dopo un periodo che aveva visto l'industria finanziaria americana mostrare tutti i suoi punti di debolezza con la grande depressione degli anni trenta. Mi riferisco in particolare all'*Investment Advisers Act*, che ha identificando il consulente d'investimento come la persona fisica o giuridica che, a fronte di una remunerazione, svolge il compito di fornire consigli direttamente o indirettamente, tramite articoli o pubblicazioni, in merito al valore dei titoli finanziari e all'opportunità o convenienza di un determinato investimento. La definizione ingloba al suo interno sia i soggetti preposti alla vendita di prodotti finanziari sia coloro i quali si limitano all'offerta del puro consiglio professionale, noti con l'espressione di consulenti *fee only*. Questi ultimi presentano il vantaggio per il risparmiatore, nell'essere remunerati non dalla vendita dei prodotti finanziari emessi dagli istituti che rappresentano, ma esclusivamente dal servizio offerto al cliente, venendo meno il conflitto di interesse insito dalla vendita di un prodotto, indipendentemente dalla qualità dello stesso o dalla rispondenza alle esigenze del risparmiatore. Nel 1969 viene istituita la *Certified Financial Planner* (CFP). Questa certificazione ha permesso la creazione di un servizio finanziario che nel corso del tempo si è radicato e ha consentito di spostare l'attenzione del cliente dalla ricerca utopistica di un extrarendimento, offerto dal semplice collocatore di prodotto, ad una esigenza globale e concreta rappresentata dalla pianificazione del proprio patrimonio. A partire dal 1994, il consulente statunitense ha conosciuto un salto di qualità offerto dalle nuove tecnologie e dal *web*, che ha consentito di interagire con la propria clientela senza essere costretto ad assisterla con il

tradizionale canale degli intermediari finanziari, usufruendo così dell'intera offerta disponibile sul mercato finanziario e alle migliori condizioni.

Sulla scia dell'esperienza statunitense, anche il diritto comunitario, a partire dalla direttiva n. 93/22/Ce<sup>4</sup>, ma con maggiore convinzione nella direttiva 2004/39/Ce (MIFID, *Market in Financial Instrument Directive*), ha introdotto e disciplinato il servizio di consulenza come istituto principe di tutela del risparmiatore<sup>5</sup>. Invero, uno dei principali aspetti innovativi introdotti dalla MiFID è rappresentato proprio "dall'introduzione di una distinzione fra servizi di investimento "a valore aggiunto" – la consulenza e la gestione di portafogli – e servizi "esecutivi" – collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini. La direttiva ha previsto per i servizi a valore aggiunto un sistema di tutele molto più puntuale e articolato di quello previsto per i servizi esecutivi, fondato su una valutazione di piena adeguatezza fra il profilo del cliente e le caratteristiche degli strumenti finanziari o dei servizi di investimento oggetto di raccomandazione. Tutto ciò ha prodotto, come risultato, che la personalizzazione divenisse uno

---

<sup>4</sup> La direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, alla Sez. C punto 6, collocava tra i "Servizi accessori", come tali non soggetti all'applicazione della direttiva medesima ai sensi dell'art. 2 par. 2 lett. c - salva l'applicabilità, rimessa alla valutazione di "opportunità" dei singoli Stati membri, delle "norme di comportamento" contemplate dall'art. 11 - le "Consulenze in materia di investimenti in merito ad uno o più strumenti elencati nella sezione B". Detta direttiva è stata successivamente abrogata, con effetto dal 1° novembre 2007, dall'art. 69 della dir. 2004/39/CE

<sup>5</sup> L'Art. 4 par. 1 punto 4 della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 "relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio". Si intende per "raccomandazione personalizzata" "una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie: a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento; b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario", dovendosi escludere che possa ritenersi personalizzata una raccomandazione che "viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico" (art. 52 Direttiva 2006/73/CE della Commissione del 10 agosto 2006 "recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva"); art. 1, comma 5-septies, d.lg. n. 58/1998. Quanto al "Percorso storico della definizione di consulenza finanziaria in Italia" v. L. ZITIELLO, *La MiFID in Italia*, ITAEdizioni, Torino, 2009, pp. 436-440 e le Comunicazioni CONSOB ivi citate SGE/RM/91006781 del 29.11.1991, BOR/RM/94005134 del 23.5.1994, DAL/RM/95007553, DI/99023323 del 26.3.1999, DI/30441 del 21.4.2000, DIN/1083623 del 7.11.2001; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2009; A. VIZZARI, *Le problematiche della consulenza finanziaria*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, 2009, fasc. 2, 137 ss.

degli elementi centrali del servizio di consulenza attraverso la rispondenza delle raccomandazioni alle esigenze del risparmiatore<sup>6</sup>.

Il legislatore italiano si è a sua volta mosso seguendo l'impostazione di quello comunitario, dapprima abbandonando il previgente regime autorizzatorio e di riserva di attività sancito dalla legge n. 1 del 1991<sup>7</sup> e successivamente liberalizzando l'attività di consulenza mediante l'inquadramento tra i servizi accessori previsto dall'art. 1, comma 4, d.lg. 23 luglio 1996 n. 415, che a recepito la direttiva comunitaria n. 93/22/CE. Tale impostazione restò confermata nel d.lgs. n. 58/1998 sin quando con il d.lgs. 17 settembre 2007 n. 164, recependosi il nuovo approccio sancito dalla direttiva Mifid, il legislatore nazionale collocò tra i "Servizi e attività di investimento" la "consulenza in materia di investimenti"<sup>8</sup>, che "consiste nella prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa di una impresa di investimento riguardo una o più operazioni relative a strumenti finanziari".

Affinché il servizio di consulenza possa raggiungere il fine che il legislatore, comunitario e nazionale, si è prefissato occorre che il contesto di riferimento abbia creato quell'*humus* adatto all'implementazione di un istituto che, nell'ordinamento italiano, può definirsi ancora embrionale.

In primo luogo, necessita di operati che oltre ad avere adeguate conoscenze professionali, non siano nelle condizioni di trovarsi in conflitto di interessi e possano collocare (*rectius* consigliare) qualsiasi strumento finanziario. In secondo luogo, necessita di adeguate piattaforme tecnologicamente adeguate, in grado di creare un portafoglio "su misura" per il risparmiatore e in grado di monitorarlo nel tempo. Infine, occorrono politiche pubbliche di "educazione finanziaria", in grado di mettere il risparmiatore nelle condizioni di effettuare scelte di investimento in modo più

---

<sup>6</sup> Qualora le raccomandazioni non siano presentate come "adatte" per il cliente esse rientrano nelle cosiddette raccomandazioni generali, quali la ricerca in materia di investimenti e le analisi finanziarie, che costituiscono servizi di investimento accessori. Qualora la consulenza non si riferisca ad un determinato strumento finanziario ma ad un "tipo" di strumenti finanziari si configura un'attività che il legislatore comunitario qualifica come "consulenza generica". Tale è il caso, ad esempio, di raccomandazioni sull'allocazione ottimale del portafoglio su tipologie di attività e strumenti finanziari (ad esempio, liquidità, azioni, obbligazioni, etc.), che possono essere normalmente strumentali e preparatorie alla prestazione della consulenza in senso stretto relativa a determinati strumenti finanziari. La consulenza generica è disciplinata in via indiretta dalla MiFID, là dove nei considerando 81 e 82 della direttiva di livello 2 (2006/73/CE) il legislatore comunitario prefigura la possibilità per cui, qualora tale attività sia preparatoria e strumentale alla prestazione del servizio di consulenza, essa deve essere considerata parte integrante di tale servizio di investimento e dunque la relativa disciplina verrebbe attratta da quella dell'adeguatezza prevista per le raccomandazioni aventi ad oggetto specifici strumenti finanziari (M. GENTILE, G. SICILIANO, *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in CONSOB, *Quaderni di Finanza*, n. 64 del luglio 2009)

<sup>7</sup> L'art. 1, comma 1, lett. e) della legge 2 gennaio 1991, n. 1 ricomprendeva tra le "attività di intermediazione mobiliare", riservate agli intermediari abilitati (sostanzialmente banche e SIM), la "consulenza in materia di valori mobiliari".

<sup>8</sup> Lett. f) dell'art. 1, comma 5, d.lg. n. 58/1998, come sostituito dall'art. 1 d.lgs. n. 164/2007

consapevole e soprattutto in grado di valutare la qualità del servizio di consulenza offerto dagli operatori del mercato. Nelle pagine che seguono si darà conto di questo importante strumento di tutela dei risparmiatori, nella convinzione che una tale tutela non può essere solamente affidata alla correttezza dei comportamenti tenuti dagli intermediari. La vera sfida consiste nel rafforzare e arricchire il bagaglio cognitivo dell'investitore in materia finanziaria, in funzione dell'assunzione di un ruolo più attivo e consapevole nelle decisioni di investimento, quanto del rafforzamento della sua capacità di autotutela anche nel rapporto con la controparte contrattuale, rappresentando un obiettivo di crescita dell'investitore, in linea con il diritto all'educazione del consumatore sancito in termini generali dall'art. 4 d.lgs. n. 206 del 2005 (Codice del Consumo)<sup>9</sup>.

L'educazione finanziaria, in realtà, non coinciderebbe *stricto sensu* con la tutela del risparmiatore, sebbene entrambe siano mirate ad assicurare il benessere economico-finanziario del consumatore e a prevenire possibili frodi. La tutela del risparmiatore agisce sul fronte della legislazione e della regolamentazione in un'ottica di garanzia e di sanzione di tipo normativo. Al contrario, l'educazione finanziaria intende contribuire alla formazione e all'auto-responsabilizzazione dell'individuo, utilizzando come leve l'istruzione e l'offerta di informazioni.

### **3. Le ragioni di politiche pubbliche di alfabetizzazione finanziaria**

Nel determinare le ragioni di una politica di educazione finanziaria, si potrebbero citare le parole di Mario Draghi che nel 2010 affermò che *“nessuna norma di trasparenza e tutela è veramente efficace se gli utenti non hanno gli strumenti per effettuare scelte informate”*. Il problema, in realtà, consiste “come” istruire il risparmiatore e soprattutto “chi” deve impartire l'istruzione. Sotto questo profilo, consulenza ed educazione finanziaria rappresentano le facce di una stessa medaglia; un servizio di consulenza “depurato” dal conflitto di interesse potrebbe svolgere un ruolo determinante nell'alfabetizzazione dei risparmiatori italiani e, a sua volta, attraverso un processo di *feed back* delle informazioni, dovrebbe permettere di valutare la qualità del consulente.

---

<sup>9</sup> L'OCSE, definì, nel 2005 l'educazione finanziaria come *“ il processo attraverso il quale i consumatori migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e la consulenza oggettiva, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere consulenza e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario”*



Fig. 1 – Il processo di circolarità per ridurre le asimmetrie informative.



A causa dei problemi strutturali del sistema finanziario italiano e a causa dell'anomalia evidenziate nel primo paragrafo, almeno sino agli inizi degli anni novanta, il risparmiatore non aveva né la necessità né l'opportunità di acquisire informazioni riguardanti la propria pianificazione finanziaria. Il ritardo educativo del nostro sistema emerge con tutta evidenza nell'indagine dell'IMD datata 2009, (Tab. 4), dove si evince che in un universo di 48 paesi, l'Italia quanto ad istruzione finanziaria si colloca al 46° posto<sup>10</sup>.

Tab. 4 – Indagine sul grado di educazione finanziaria nel panorama internazionale.

Fonte: IMD, 2009

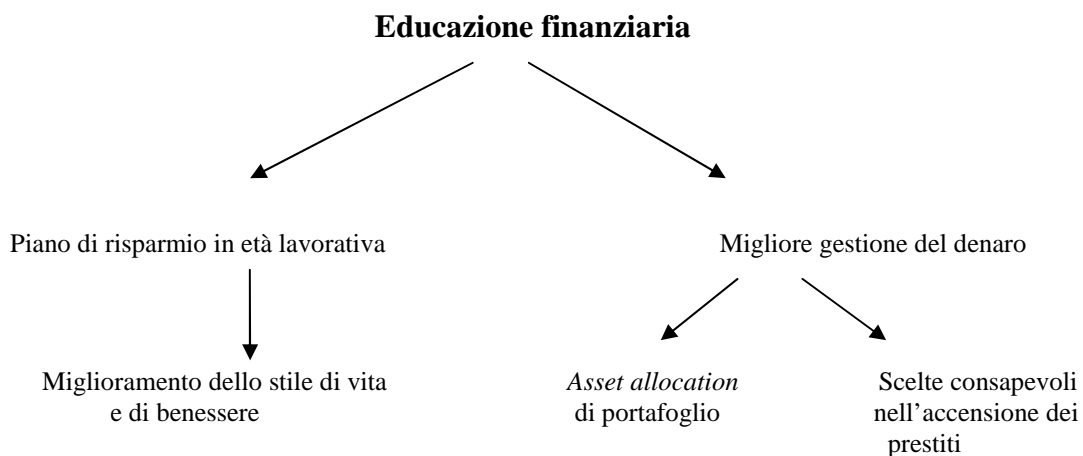
<i>Grado di educazione finanziaria nel panorama internazionale</i>	
<b>1 FINLAND</b>	<b>8.15</b>
<b>2 DENMARK</b>	<b>8.04</b>
<b>3 HONG KONG</b>	<b>7.78</b>
.....	
.....	
.....	
<b>43 PORTUGAL</b>	<b>4.33</b>
<b>44 SOUTH AFRICA</b>	<b>4.22</b>
<b>45 POLAND</b>	<b>4.19</b>
<b>46 ITALY</b>	<b>4.11</b>
<b>47 MEXICO</b>	<b>3.87</b>
<b>48 VENEZUELA</b>	<b>3.52</b>

*Fonte: IMD World Competitiveness Yearbook 2009*

<sup>10</sup> Anche l'indagine Patti Chiari, *L'Italia che risparmia*, 2006, aveva evidenziato che Il 70% dei risparmiatori italiani avverte un'elevata percezione di inadeguatezza sui temi relativi alle decisioni finanziarie (intesa come paura di sbagliare, senso di incompetenza, mancanza di "strumenti" per capire le notizie diffuse dai media). Non solo, l' 83% dei risparmiatori avverte invece l'esistenza di numerosi ostacoli di tipo oggettivo alla comprensione dell'informazione finanziaria, come la scelta tra un elevato numero di prodotti bancari, il livello tecnico del linguaggio economico-finanziario, il ricorso a termini in inglese e una comunicazione non sempre chiara

Il ritardo accumulato nel corso di questi ultimi decenni, impone il varo con una certa urgenza di politiche di tutela del risparmio, non solo dal punto di vista della correttezza dei comportamenti degli operatori, ma anche dal punto di vista dell'educazione finanziaria. Quest'ultima va intesa "non nell'auspicio che ciascuno diventi il consulente finanziario di se stesso, ma nella prospettiva di una più ampia consapevolezza sulle "regole del gioco", dei doveri e delle responsabilità"<sup>11</sup>. In realtà, quelli che dovrebbero essere gli obiettivi e benefici di un efficace programma di educazione finanziaria possono essere riassunti nella fig. 2.

Fig. 2 – Obiettivi e benefici dell'educazione finanziaria



Il rischio infatti potrebbe essere quello di sopravvalutare o "esaltare" l'educazione come contrappeso dei comportamenti degli intermediari, attribuendogli le fattezze di un elemento di compensazione della responsabilità degli intermediari inadempienti, ovvero sbilanciando eccessivamente, sul versante applicativo, il baricentro delle responsabilità a sfavore degli investitori. Il sistema deve quindi far leva su un *mix* di etero ed autotutela, ma le recenti innovazioni normative lasciano presagire un nuovo orizzonte teso a valorizzare progressivamente il versante dell'autotutela e dello sviluppo del senso di autoresponsabilità dell'investitore<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Cfr. L. CARDIA, *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, Roma, 19 marzo 2010

<sup>12</sup> Cfr. M.T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, op. cit., p. 3. Da un simile pericolo mette in guardia anche il Consiglio ECOFIN che nelle conclusioni formulate l'8 maggio 2007 invita gli Stati membri a "intensificare significativamente, se del caso in combinazione con le responsabilità e le iniziative specifiche del settore finanziario, gli sforzi volti alla sensibilizzazione delle famiglie sulla necessità di

In altri termini si può condividere l'affermazione contenuta nella *Relazione* del Parlamento europeo del 2008, nella quale si afferma che “*L'educazione finanziaria può integrare ma non sostituire norme coerenti per la protezione dei consumatori nell'ambito della legislazione sui servizi finanziari, né può sostituire la regolamentazione e la stretta vigilanza sulle istituzioni finanziarie*”.

#### **4. Panorama delle principali iniziative promosse dalle istituzioni internazionali. Uno sguardo al Regno Unito.**

A questo punto occorre chiedersi quale è stato l'approccio delle istituzioni pubbliche al tema oggetto del presente lavoro. A fronte del persistente *deficit* di informazione, formazione e consapevolezza da parte dei consumatori di prodotti e di servizi finanziari, si è delineato un diverso approccio normativo al tema dell'educazione finanziaria.

Già nel 2003 l'OCSE, consapevole dell'importanza della questione, ha iniziato ad occuparsi del tema dell'educazione finanziaria, attraverso la promozione dell'*International Network on Financial Education*. In quell'anno è stato lanciato un progetto con l'obiettivo, da un lato di raccogliere dati sui progetti d'educazione finanziaria sviluppati dalle diverse nazioni, dall'altro di cercare di fornire dei principi guida ed individuare le cosiddette “*best practices*”, attraverso le quali si possano affrontare le tematiche in ambito finanziario in modo efficiente ed efficace. La ricerca svolta dall'OCSE sulle iniziative esistenti nei singoli stati, realizzata attraverso dei questionari somministrati in dodici nazioni differenti, ha mostrato fin da subito il livello d'istruzione finanziaria è piuttosto deludente.

Sul tema dell'educazione finanziaria, tra le istituzioni internazionali, è intervenuta anche la Banca Mondiale, che nel 2010 ha pubblicato un documento dal titolo “*Good Practices for Consumer Protection and Financial Literacy in Europe and Central Asia*”. La Banca Mondiale descrive l'evoluzione del concetto di educazione finanziaria che diventa sempre più fondamentale anche alla luce dei processi di cambiamento che il sistema economico sta avendo negli ultimi anni. Ad esempio, la maggior complessità dal lato dell'offerta di servizi e prodotti finanziari che si traduce in una maggiore possibilità di scelta per i consumatori o l'aumento della esternalizzazione della

---

ricevere informazioni ed istruzione, in modo da accrescere la loro preparazione mantenendo nel contempo una tutela adeguata degli investitori”.

gestione del rischio da parte delle istituzioni pubbliche a favore del settore privato finanziario<sup>13</sup>. L'analisi della Banca Mondiale mette in guardia sul fatto che non vi sia ancora né una *one-best-way* sui programmi di educazione finanziaria e né sia ancora stata definita una metodologia condivisa di valutazione sistematica dell'efficacia dei programmi stessi.

Tuttavia, se da un lato istituzioni internazionali come l'OCSE e la Banca Mondiale hanno giustamente segnalato e sottolineato la rilevanza ed il valore strategico dell'educazione finanziaria, dall'altro non hanno però individuato una ricetta chiara o un percorso univoco. Per ora il dibattito è aperto e molto vivace, soprattutto per quel che riguarda gli effetti e le metodologie più adatte per un'educazione finanziaria efficace.

Sul fronte comunitario, va evidenziato che il contesto normativo attuale attribuisce in realtà all'Unione europea solo un ruolo di indirizzo e di supporto alle iniziative sul tema, mentre le funzioni normative in materia sono a tutt'oggi saldamente in mano agli Stati membri. A fronte di una competenza limitata sono da segnalare diversi documenti di studio, analisi ed indicazione di *policy* realizzati a livello europeo. Le istituzioni comunitarie hanno infatti contribuito con una serie di misure volte a dare un inquadramento legislativo al tema della correttezza nella comunicazione finanziaria e nel rapporto tra istituzioni finanziarie e consumatori. In particolare la UE interviene sulla parte normativa relativa alla tutela del consumatore su cui ha competenza; in questa ottica l'Unione mira a ridurre le asimmetrie informative finanziarie attraverso una normativa che garantisca maggiore trasparenza nell'attività degli operatori del settore<sup>14</sup>.

La Commissione Europea ha posto agli stati membri l'obiettivo di raggiungere un adeguato livello di educazione finanziaria dei propri cittadini, da realizzare attraverso la previsione di interventi formativi differenziati: per i ragazzi in età scolare, essenzialmente mediante l'adeguamento dei curricula scolastici e per gli adulti, attraverso programmi mirati a diversi gruppi generazionali e sociali. Il Consiglio Europeo Economia e Finanza (ECOFIN) ha invitato le istituzioni finanziarie e gli enti governativi "a intensificare significativamente, se del caso in combinazione con le

---

<sup>13</sup> L'obiettivo del documento della Banca Mondiale è di contribuire al dialogo internazionale sul tema del rafforzamento della protezione finanziaria dei consumatori e dell'alfabetizzazione finanziaria. In particolare, il documento parte da tre principi fondamentali: in primo luogo, i consumatori dovrebbero sempre poter ricevere informazioni finanziarie precise, semplici e confrontabili; in secondo luogo, a tutela dei consumatori debbono essere previsti degli efficienti meccanismi di risoluzione delle controversie con le istituzioni finanziarie; infine, i consumatori dovrebbero poter ricevere interventi di educazione finanziaria come e quando lo vogliono.

<sup>14</sup> Tra i principali documenti europei sono da segnalare: la *Comunicazione della Commissione europea sull'educazione finanziaria* del 12 dicembre 2007; il *Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari* per il periodo 2005-2010; il *Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico*, del maggio 2007; la risoluzione del Parlamento europeo sulla politica dei servizi finanziari, adottata nel luglio del 2007; le conclusioni del Consiglio ECOFIN dell'8 maggio 2007.



responsabilità e le iniziative specifiche del settore finanziario, gli sforzi volti alla sensibilizzazione delle famiglie sulla necessità di ricevere informazione ed istruzione, in modo da accrescere la loro preparazione mantenendo nel contempo una tutela adeguata degli investitori”.

Particolarmente ambiziosa è la *Comunicazione della Commissione europea sull'educazione finanziaria* (2007) che ha elaborato una serie di principi a cui devono fare riferimento tutti i soggetti che propongono interventi strategici per l'educazione finanziaria<sup>15</sup>.

Per concludere, merita di evidenziare l'esperienza britannica, che già da un decennio ha avviato un programma organico di istruzione finanziaria. Nel 2003, la *Financial Services Authority* (FSA), ha varato un documento *National Strategy for Financial Capability*, con l'obiettivo di sviluppare delle linee d'azione a fronte di un'indagine conoscitiva. In particolare lo studio era mirato al rilevamento del livello di competenze finanziarie della popolazione (*Financial Capability in UK Establishing a Baseline* marzo 2006) articolato su cinque aree di indagine: la capacità di rispettare le scadenze di pagamento e quindi la responsabilità dei cittadini nella gestione delle loro finanze; la capacità di seguire la propria condizione finanziaria, acquisendo nozioni adeguate all'esigenza di confrontarsi con situazioni debitorie e con altri impegni finanziari; la capacità di pianificare per il futuro, soprattutto sotto il profilo del risparmio previdenziale; la capacità di scegliere i prodotti finanziari, tenendo conto che il numero e la complessità delle scelte da effettuare sono aumentate in modo esponenziale negli ultimi 25 anni; la capacità di mantenersi informati sulle questioni finanziarie.

Il risultato dell'indagine ha fatto emergere la necessità di un intervento su diversi fronti dell'educazione finanziaria. In particolare l'indagine, pubblicata nel 2006, ha mostrato che, in assenza di interventi, i cittadini britannici sono destinati ad accumulare diversi problemi per il

---

<sup>15</sup> Più precisamente ha stabilito che: 1. L'educazione finanziaria deve essere disponibile e attivamente sostenuta su base continuativa in tutte le fasi della vita. 2. I programmi di educazione finanziaria devono essere calibrati sulle esigenze specifiche dei consumatori. A tal fine è necessario effettuare preventivamente ricerche sul livello attuale di consapevolezza finanziaria dei consumatori per individuare gli aspetti più bisognosi di approfondimento. I programmi devono essere disponibili in tempo utile e facilmente accessibili. 3. I consumatori devono essere formati sulle questioni economiche e finanziarie il più precocemente possibile, cominciando dalla scuola. Le autorità nazionali dovrebbero prendere in considerazione la possibilità di rendere l'educazione finanziaria una materia obbligatoria dei curricula scolastici. 4. I programmi di educazione finanziaria devono comprendere strumenti generali per sensibilizzare i partecipanti sulla necessità di migliorare la comprensione degli aspetti finanziari e dei rischi connessi. 5. I programmi di educazione finanziaria offerti da operatori del settore devono essere impartiti in modo equo, trasparente e obiettivo, accertandosi che essi siano sempre nell'interesse del consumatore. 6. I formatori devono disporre di una preparazione e di risorse adeguate per realizzare i programmi di educazione finanziaria in modo positivo e convincente. 7. Deve essere favorito il coordinamento a livello nazionale tra gli operatori del settore per ottenere una chiara definizione dei ruoli, facilitare lo scambio di esperienze, razionalizzare le risorse e definirne le priorità. Inoltre deve essere migliorata la cooperazione a livello internazionale tra istituzioni finanziarie per facilitare lo scambio delle migliori pratiche. 8. I docenti incaricati dei corsi di educazione finanziaria devono valutare periodicamente e, quando necessario, aggiornare i programmi per allinearli alle migliori pratiche del settore.

futuro, mostrando come limitati cambiamenti delle condizioni di vita determinano gravi difficoltà finanziarie (es. variazione dei tassi sui mutui); tendenza ad assumere rischi finanziari eccessivi e in modo inconsapevole (i maggiori impegni gravano su coloro che sono meno in grado di affrontarli). A fronte di questi risultati, il Regno Unito ha varato quattro linee di azione: istruzione scolastica (secondo classi di età); un programma di alfabetizzazione finanziaria per gli adulti; una formazione sui posti di lavoro e una informazione *ad hoc* per i consumatori<sup>16</sup>.

Pertanto, il programma intrapreso dal Regno Unito, si pone un obiettivo di lungo periodo con interventi mirati, volti a garantire una istruzione permanente a tutti i cittadini del Regno. Per quanto

---

<sup>16</sup> In particolare per quanto riguarda l'istruzione scolastica, d'intesa con il Governo, dal 2008 il *National Curriculum* per le scuole secondarie è stato integrato con un programma di educazione finanziaria (*Learning Money Matters*), supportato anche da programmi di riqualificazione degli insegnanti, dal contributo di consulenti esterni e da un istituto non governativo, il *Personal Finance Education Group* (PFEG), che gestisce un programma, finanziato dall'FSA, in virtù del quale si prevede di rendere disponibili gratuitamente a 4.000 scuole (per un totale di 1,8 milioni di studenti) entro il 2011 consulenti e materiale didattico per formare e supportare gli insegnanti. In merito ai giovani adulti, il programma *Helping Young Adults Make Sense of Money* si rivolge invece ai giovani adulti, che secondo il FSA costituiscono un gruppo sociale particolarmente a rischio, per quel che riguarda la capacità di gestire la situazione finanziaria personale. Una particolare attenzione - con la formulazione di specifici programmi in partnership con istituzioni educative ed organizzazioni no profit - è rivolta ai giovani in età compresa tra i 16 e i 24 anni che non svolgono attività lavorative e non seguono percorsi di formazione: nel Regno Unito infatti, a fronte di circa 2,3 milioni di giovani che hanno accesso all'educazione universitaria, vi sono 1,1 milioni di giovani che invece non hanno la possibilità di sviluppare un proprio percorso formativo, lavorativo o di preparazione (la cosiddetta categoria NEET - *Not in Education, Employment or Training*). Specifiche iniziative sono poi destinate ai neo genitori, ai quali è dedicato una guida e un sito web (*Parent's Guide to Money*) contenente informazioni di varia natura, attraverso le quali le giovani famiglie sono messe in condizioni di comprendere come far fronte alle possibili difficoltà legate a nuove spese (non solo quelle per il mantenimento di un figlio ma anche, ad esempio, quelle dovute all'acquisto di una casa più grande o di una nuova automobile) o minori entrate. Riguardo all'educazione finanziaria nei posti di lavoro, *make the Most of Your Money* è un programma rivolto ai lavoratori dipendenti finalizzata a fornire strumenti di educazione finanziaria sul luogo di lavoro. In particolare, l'FSA offre gratuitamente corsi ed iniziative di educazione finanziaria ai lavoratori sotto forma di seminari della durata di un'ora nei luoghi di lavoro, tenuti da volontari appositamente preparati sui temi affrontati. I lavoratori ricevono anche un pacchetto informativo basato sui temi trattati nel corso del seminario (elaborazione di un *budget* personale, risparmio e investimenti, mutui, modi per affrontare possibili problemi di indebitamento, protezione dei propri risparmi, previdenza). Nelle intenzioni dell'FSA, entro il 2011 il programma *Make the Most of Your Money* dovrà raggiungere 4 milioni di lavoratori attraverso la distribuzione di materiale informativo e 500.000 lavoratori attraverso seminari e/o corsi interattivi su pc. Infine, riguardo all'informazione ai consumatori, l'FSA - nell'ottica di fornire informazioni imparziali, accessibili *on-line* e in modo interattivo - ha messo a disposizione dei cittadini una serie di strumenti che aiutano il risparmiatore/investitore medio a comprendere le dinamiche connesse all'elaborazione di un *budget*, alla richiesta di un prestito, alla pianificazione del proprio futuro, specialmente sul piano previdenziale, e alla scelta di uno o più prodotti finanziari. In particolare, il programma *Moneymadeclear* assicura informazioni chiare e imparziali sui prodotti e sui servizi finanziari, al fine di aiutare i consumatori a decidere in merito alle scelte finanziarie più convenienti. Le informazioni sono contenute in un sito web strutturato in diverse aree tematiche: l'uso quotidiano del denaro (*everyday money*); il risparmio e l'investimento; l'acquisto di una casa; la previdenza; la gestione di momenti di difficoltà finanziaria; le funzioni e i compiti del FSA. Il sito contiene inoltre vari strumenti; tra di essi, può essere opportuno citare il *Financial Healthcheck*, che fornisce agli utenti un'idea sui propri bisogni finanziari, sulla base delle risposte ad un semplice questionario; il *Debt Test*, che permette di capire quali sono le probabilità di incorrere, nell'arco di un anno, in problemi finanziari con i mutui accesi; il *Pension Calculator*, attraverso il quale pianificare la propria pensione ed esaminare quale sarà l'impatto dei diversi livelli contributivi. Entro il 2011 l'FSA intende raggiungere il più ampio numero di visitatori al sito, raddoppiando il numero di accessi (da 2 a 4 milioni di visitatori *on-line*) nei prossimi tre anni.

riguarda l'Italia, nonostante un vivace dibattito iniziato già da tempo, non sono state avviate politiche pubbliche "organiche" indirizzate all'alfabetizzazione finanziaria. Solo negli ultimi anni sono partite delle iniziative *spot*, come quella messa in campo dal governo a marzo 2012 chiamata "*Generazione Euro. Settimana dedicata alla cittadinanza europea e all'educazione finanziaria dei giovani*", indirizzata a promuovere l'educazione finanziaria nelle scuole<sup>17</sup>; ben poca cosa rispetto alle effettive esigenze dei risparmiatori italiani e rispetto al bisogno di cultura finanziaria del paese.

---

<sup>17</sup> Il progetto è stato promosso dalla *Commissione europea*, dal *Parlamento europeo*, dal *Dipartimento per le Politiche europee* (Presidenza del Consiglio dei Ministri), dal *Ministero degli Affari Esteri* e realizzata in collaborazione con il *Dipartimento per la Gioventù* (Presidenza del Consiglio dei Ministri), il *Ministero dell'Economia e delle Finanze*, il *Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca*, l'*Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato* e l'*Associazione Bancaria Italiana*. L'iniziativa si rivolge agli alunni e agli studenti delle scuole di ogni ordine e grado e ha lo scopo di offrire ai giovani la piena consapevolezza della relazione esistente fra l'esercizio di una piena cittadinanza e la conoscenza degli elementi basilari dell'economia nonché delle modalità di gestione responsabile del denaro. I percorsi formativi, differenziati in base all'ordine e al grado di scuola, sono caratterizzati da una metodologia didattica innovativa e basata sul gioco e sul coinvolgimento dei partecipanti. Lezioni, laboratori, giochi sostanziano pertanto questo percorso formativo orientato a dotare i giovani europei italiani di conoscenze e competenze adeguate per conoscere e gestire in modo responsabile le risorse economiche di cui dispongono e di cui disporranno tramite il proprio lavoro. Nei giorni della Settimana di educazione finanziaria le classi di scuola primaria si avvicenderanno ad Explora concentrandosi sul valore del denaro e sul suo impiego responsabile; agli alunni delle classi quinte sarà riservata la visita guidata dell'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, dove potranno assistere alla produzione della moneta nazionale, dalla fase dell'incisione e della stampa a quella del confezionamento della monetazione ordinaria. Le classi di scuola secondaria di I grado saranno invece impegnate presso Palazzo Altieri, lavorando sulla finanza e sui flussi di denaro. Le classi di scuola secondaria di II grado realizzeranno percorsi ludico-educativi sulla cittadinanza europea e sulla moneta unica presso lo Spazio Europa. Per gli istituti d'arte e i licei artistici sarà invece riservata una visita guidata alla prestigiosa Scuola dell'Arte e della Medaglia, che - unica al mondo nel suo genere - si pone come obiettivo la specializzazione dei giovani nelle arti dell'incisione e della modellazione.