

ARTICOLI

**L'educazione finanziaria
quale finalità della vigilanza
nel Testo unico della finanza.
Profili sistematici e
prospettive applicative**

FILIPPO SARTORI

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università di Trento

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

L'educazione finanziaria quale finalità della vigilanza nel Testo unico della finanza. Profili sistematici e prospettive applicative

FILIPPO SARTORI

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università di Trento

SOMMARIO: 1. La riforma del mercato dei capitali e la crescente centralità della *financial education*. - 2. L'educazione finanziaria nel contesto europeo e nazionale. - 3. Brevi note di diritto comparato. - 4. L'educazione finanziaria quale finalità della vigilanza nel nuovo art. 5 TUF. - 5. Le ricadute sistemiche dell'educazione finanziaria quale obiettivo della vigilanza. - *Segue*. 5.1. Comunicazioni pubblicitarie e promozionali. - *Segue*. 5.2. Informativa precontrattuale. - *Segue*. 5.3. Adeguatezza e *product governance*. - *Segue*. 5.4. Assetti organizzativi degli intermediari. 6. Conclusioni di sintesi.

1. La riforma del mercato dei capitali e la crescente centralità della *financial education*

Il decreto legislativo attuativo della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 per la riforma organica delle disposizioni del Testo unico della finanza in materia di mercati dei capitali si colloca in una fase di profonda trasformazione del sistema finanziario europeo e nazionale⁰¹.

Al di là delle singole modifiche tecniche, l'intervento persegue un obiettivo di fondo:

⁰¹ Il processo di trasformazione del sistema finanziario si accompagna a una crescente esigenza di semplificazione normativa, resa particolarmente avvertita dalla complessità e dalla stratificazione delle fonti nazionali ed europee, nonché dal vasto apparato di *soft law* che con esse si interseca secondo rapporti non sempre lineari. Sui concetti di semplificazione e deregolamentazione, sulla necessità di distinguerli e sulle ragioni che rendono oggi prioritaria la prima, si veda, da ultimo, F. ANNUNZIATA, *Verso la "semplificazione" della disciplina UE sui mercati finanziari: il ruolo del diritto comparato*, in A. BROZZETTI, G. LUCHENA, A. URBANI (a cura di), *Diritto, economia e governo dei mercati regolamentati*, Bari, 2026, pp. 185 e ss.

ripensare l'architettura del mercato italiano dei capitali affinché esso risulti più competitivo, attrattivo e coerente con le dinamiche già consolidate nei principali ordinamenti occidentali. La riforma mira, in particolare, ad allineare il sistema italiano a modelli più evoluti, diffusi soprattutto nei Paesi del Nord Europa e negli Stati Uniti, ampliando gli strumenti a disposizione sia degli investitori sia delle imprese. Da un lato si intende accrescere le opportunità di investimento del risparmio, dall'altro favorire l'accesso delle imprese, e in particolare delle PMI, a fonti di finanziamento alternative al credito bancario.

In questa prospettiva, l'intervento legislativo non si configura come un mero aggiornamento della disciplina vigente, ma è diretto ad introdurre e sistematizzare nuove architetture finanziarie, superando l'impostazione centrata su intermediari bancari e su strumenti finanziari standardizzati rivolti prevalentemente al pubblico *retail*. L'esito è un assetto più articolato e vicino ai modelli internazionali del capitale di rischio, ma anche strutturalmente più complesso, caratterizzato da una pluralità di veicoli, regimi autorizzativi differenziati e modelli di *governance* che richiedono un livello di comprensione tecnica sensibilmente superiore rispetto al passato⁰².

Più nel dettaglio, tra le principali novità introdotte dalla riforma figura, ad esempio, la distinzione tra gestori autorizzati e GEFIA (Gestori di Fondi di Investimento Alternativi) sotto soglia registrati, in attuazione della direttiva 2011/61/UE. Per i gestori entro le soglie di 100 milioni di euro, ovvero 500 milioni in assenza di leva e con vincolo di rimborso quinquennale, è previsto un regime di registrazione in luogo dell'autorizzazione piena⁰³. La misura favorisce la diffusione di veicoli di *private equity* e *venture capital* riducendo costi e oneri organizzativi. Sul piano dell'investitore, tuttavia, la differenziazione dei regimi di vigilanza si traduce, per i gestori sotto soglia, in un assetto organizzativo e di controllo tendenzialmente meno strutturato rispetto a quello previsto per i gestori pienamente autorizzati. Ne deriva una riduzione dell'intensità dei presidi prudenziali e dei meccanismi di supervisione, con la conseguenza che la solidità dell'assetto organizzativo e la distribuzione delle responsabilità gestorie assumono un rilievo particolarmente significativo nella valutazione dell'investimento.

Di rilievo è poi l'introduzione della società di partenariato, OICR chiuso in forma di società in accomandita per azioni destinato al *private equity* e al *venture capital*, modellato sulla *limited partnership*⁰⁴. La separazione tra soci accomandanti e accomandatari e l'ampia autonomia statutaria rendono il veicolo coerente con le prassi internazionali;

02 F. ANNUNZIATA, *La riforma della gestione collettiva del risparmio e della disciplina degli intermediari. Principi ispiratori e linee di sviluppo del T.U.F.*, in *Le Società*, 7/2026, p. 756, che riconosce tra i profili critici dell'intera riforma proprio la complessità del quadro normativo che ne risulta, nonostante gli sforzi di semplificazione del legislatore.

03 M. VENTORUZZO, *La riforma del T.U.F. e del codice civile dopo il D.Lgs. n. 47/2026: istruzioni per un uso non ingenuo*, in *Le Società*, 7/2026, p. 769.

04 A. CAPIZZI, P. AGSTNER, P. GIUDICI, *Venture Capital e OICR: le società di partenariato*, in *Le Società*, 7/2026, p. 769.

al tempo stesso, tale struttura accentua la centralità del soggetto gestore e la flessibilità nella distribuzione degli incentivi economici¹⁰⁵. Ne deriva, sul piano dell'investitore, un assetto nel quale i poteri gestori risultano fortemente concentrati e i meccanismi di remunerazione, inclusi quelli di *carried interest*, incidono in modo significativo sulla ripartizione dei risultati dell'investimento.

La razionalizzazione di SICAF e SICAV, con la distinzione tra gestione interna ed esterna e la trasposizione di regole in fonte primaria, accresce la coerenza del sistema ma amplia le combinazioni tra forma societaria e modello gestionale. L'investitore è chiamato a comprendere chi sia il soggetto effettivamente responsabile della gestione e quale disciplina di controllo trovi applicazione.

L'ampliamento delle ipotesi di rimborso anticipato nei FIA chiusi introduce maggiore flessibilità, subordinata a previsioni statutarie e alla coerenza con la strategia di lungo periodo; ciò rende meno immediata la valutazione della liquidabilità dell'investimento e delle possibili asimmetrie tra partecipanti.

Infine, la deroga alla piena segregazione patrimoniale nei veicoli multicomparto, in caso di obbligazioni da fatto illecito, attenua l'impermeabilità tra comparti. Ne deriva che l'autonomia patrimoniale del comparto sottoscritto non costituisce più una garanzia assoluta, ma una regola suscettibile di eccezioni, con conseguenti riflessi sulla percezione e sull'allocazione del rischio.

Nel complesso, la riforma disegna un mercato più articolato, meno bancocentrico e maggiormente orientato al capitale di rischio, con una pluralità di veicoli e regimi che si affiancano ai canali tradizionali. L'accesso al capitale per le imprese, in particolare per le PMI, ne risulta potenzialmente ampliato, grazie a strumenti più flessibili e a un ecosistema più vicino alle *best practices* europee.

Al tempo stesso, però, l'aumento della varietà strutturale, la diffusione di modelli tipici dell'industria del *private equity*, la differenziazione tra regimi autorizzativi e registrati e l'ampliamento dell'autonomia statutaria determinano un innalzamento della complessità tecnica del sistema. Le nuove architetture presuppongono investitori capaci di comprendere strutture societarie articolate, meccanismi di incentivazione sofisticati, clausole di rimborso condizionato, limiti di leva finanziaria e regole di governance non immediatamente intelligibili. In questa prospettiva, la crescente complessità degli strumenti e delle forme di investimento accentua il divario rispetto alle competenze necessarie agli investitori per comprenderne struttura, profili di rischio, condizioni di liquidità e assetti di governance.

È su questo terreno, dunque, che la riforma manifesta il suo tratto ambivalente: da un lato apertura e modernizzazione del mercato, dall'altro il rischio che l'ampliamento e

¹⁰⁵ M. IRRERA, *La società di partenariato nella riforma del t.u.f. ovvero della nuova metamorfosi della società in accomandita per azioni*, in *Riv. dir. Soc.*, 2/2026 reperibile in www.rivistadirittosocietario.com

la sofisticazione dell'offerta accrescano il divario informativo e cognitivo tra operatori professionali e platea degli investitori.

Del resto, una maggiore articolazione delle forme di investimento implica anche un più elevato grado di rischio e una più accentuata asimmetria informativa, soprattutto nei confronti del pubblico *retail*. Con il rischio di accentuare la distanza tra il grande pubblico e gli strumenti di finanziamento diversi da quelli tradizionali, non già per una loro minore rilevanza economica, ma per il crescente livello di complessità tecnica, organizzativa e contrattuale che li connota⁰⁶.

In un ordinamento come quello italiano, nel quale le rilevazioni disponibili continuano a evidenziare livelli di alfabetizzazione finanziaria non elevati e significativi divari rispetto ad altri Paesi comparabili, tale evoluzione non può essere considerata neutrale. Essa sollecita una riflessione sulla capacità dell'assetto di vigilanza di accompagnare l'innovazione con strumenti idonei a garantire effettiva comprensibilità dei prodotti e consapevolezza dei rischi, posto che il solo rafforzamento dei presidi regolamentari, ove non sia accompagnato da un adeguato innalzamento delle competenze finanziarie degli investitori, non appare, di per sé, sufficiente ad assicurare uno sviluppo ordinato e inclusivo del mercato. Ciò che rileva, allora, è il modo in cui l'educazione finanziaria si innesta sui presidi regolamentari esistenti, concorrendo a rafforzarne l'effettività sul piano della comprensione e dell'utilizzo consapevole dell'informazione da parte dell'investitore.

In tale prospettiva si colloca espressamente la riforma che, nel ridefinire le finalità della vigilanza, include tra esse la promozione dell'educazione finanziaria. L'intervento legislativo segna un passaggio significativo, poiché attribuisce a tale profilo una dimensione istituzionale e non semplicemente programmatica. L'educazione finanziaria viene così a configurarsi non soltanto come obiettivo di carattere culturale e pedagogico, ma come presupposto funzionale alla tutela dell'investitore, alla stabilità e al buon funzionamento del mercato⁰⁷.

In un contesto caratterizzato da una crescente complessità strutturale degli strumenti e dei veicoli di investimento, la diffusione di competenze finanziarie adeguate può contribuire a rendere concretamente fruibili le opportunità offerte dalla riforma. In mancanza, l'innovazione normativa rischierebbe di amplificare l'opacità del sistema e di restringere l'area dei soggetti in grado di operare in modo consapevole. La moderniz-

⁰⁶ La stretta relazione tra crescente complessità dei mercati finanziari, loro competitività e necessità di rafforzare l'educazione finanziaria costituisce anche il presupposto dell'intervento normativo di cui all'art. 25 della legge 5 marzo 2024, n. 21. In tal senso A. DI DONATO, A. FENOGLIO, *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (II parte) – Le misure in materia di educazione finanziaria della Legge Capitali (art. 25)*, in *Giur. It.*, 12/2024, p. 2770.

⁰⁷ In dottrina è stato evidenziato come la promozione dell'educazione finanziaria costituisca uno dei principi ispiratori della riforma: F. ANNUNZIATA, *La riforma della gestione collettiva del risparmio e della disciplina degli intermediari*, cit., p. 756.

zazione dell'architettura finanziaria e il rafforzamento delle competenze finanziarie dei risparmiatori si configurano, pertanto, come direttrici complementari di una medesima strategia di politica legislativa.

2. L'educazione finanziaria nel contesto europeo e nazionale

Proprio tale complementarità consente di cogliere il significato assunto dall'educazione finanziaria nell'ambito della riforma del mercato dei capitali. La sua valorizzazione, peraltro, non costituisce un elemento del tutto nuovo né all'esperienza europea né a quella italiana.

A livello sovranazionale, l'attenzione per la *financial education* si consolida a partire dai primi anni Duemila, quando l'evoluzione dei mercati e la progressiva disintermediazione hanno trasferito sugli individui responsabilità decisionali in precedenza assunte dall'operatore pubblico o dall'intermediario. L'OCSE, già dal 2005, ha svolto un ruolo propulsivo nell'elaborazione di principi e buone pratiche in materia di alfabetizzazione finanziaria, successivamente sviluppati anche nei settori assicurativo e previdenziale⁰⁸. Dopo la crisi del 2007-2008, il tema ha assunto una valenza ancora più marcata, anche in connessione con la stabilità dei mercati e la protezione degli investitori *retail*.

In ambito IOSCO, la costituzione nel 2013 del *Committee on Retail Investors* ha segnato un ulteriore passo in questa direzione, riconoscendo che il livello di competenze finanziarie incide non soltanto sulla tutela individuale, ma anche sulla qualità complessiva del mercato. Gli studi successivi hanno evidenziato come una maggiore alfabetizzazione possa favorire decisioni di investimento più consapevoli, una migliore pianificazione finanziaria, una riduzione dei fenomeni di *mis-selling* e un contenimento del contenzioso⁰⁹.

Nel contesto europeo, il regolamento istitutivo dell'ESMA ricomprende la *financial literacy* tra i compiti funzionali alla protezione degli investitori, attribuendo all'Autorità un ruolo di riesame e coordinamento delle iniziative nazionali. Anche in questo caso, tuttavia, l'educazione finanziaria emerge essenzialmente quale oggetto di specifiche

⁰⁸ Cfr., anzitutto, OECD, *Recommendation of the Council on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, C(2005)55/REV1, che costituisce uno dei primi atti organici dell'Organizzazione in materia e pone le basi per il successivo sviluppo di specifiche iniziative nei settori finanziario, assicurativo e previdenziale. A tale *Recommendation* hanno fatto seguito, tra gli altri, OECD, *Recommendation of the Council on Good Practices for Enhanced Risk Awareness and Education on Insurance Issues*, C(2008)22, e OECD, *Recommendation of the Council on Good Practices for Financial Education relating to Private Pensions*, C(2008)23. Nel successivo sviluppo dell'attività dell'OCSE v., tra gli altri, OECD, *Evaluating Financial Education Programmes: Survey, Evidence, Policy Instruments and Guidance*, 2013; OECD/INFE, *Core Competencies Framework on Financial Literacy for Youth*, 2015; OECD/INFE, *Core Competencies Framework on Financial Literacy for MSMEs*, 2018; IOSCO-OECD, *Core Competencies Framework on Financial Education for Investors*, 2019. Il quadro è stato quindi organicamente ridefinito dalla OECD, *Recommendation of the Council on Financial Literacy*, OECD/LEGAL/0461, adottata il 29 ottobre 2020.

⁰⁹ The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy*, Final Report, 2014.

funzioni di promozione e coordinamento, senza essere configurata come autonoma finalità generale dell'esercizio dei poteri di vigilanza¹⁰.

Sul versante nazionale, l'Italia non è rimasta inerte. Le indagini della Banca d'Italia evidenziano, tra il 2017 e il 2020, un miglioramento delle conoscenze finanziarie della popolazione, pur confermando la persistenza di livelli complessivamente contenuti di alfabetizzazione e di rilevanti divari connessi, tra l'altro, al grado di istruzione, al genere, all'età e alla localizzazione geografica¹¹. Consob, a partire dal 2013, ha progressivamente sviluppato iniziative di monitoraggio, informazione ed educazione finanziaria, tra cui l'Osservatorio sull'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane e il progetto "Carta degli investitori"¹². Successivamente, l'istituzione del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, prevista dall'art. 24-bis del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, convertito, con modificazioni, dalla l. 17 febbraio 2017, n. 15, ha segnato il tentativo di ricondurre a una strategia nazionale un quadro sino ad allora caratterizzato dalla frammentazione delle iniziative, attraverso il coordinamento dei soggetti pubblici e privati operanti nel settore. A tale disegno ha

10 Cfr. art. 9, par. 1, lett. b), Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, istitutivo dell'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), che, nell'ambito dei compiti relativi alla protezione dei consumatori e alle attività finanziarie, attribuisce all'Autorità il compito di riesaminare e coordinare le iniziative delle autorità competenti in materia di *financial literacy* e *financial education*. Sul ruolo dell'ESMA in tale ambito v. altresì S. MAIJOR, *Financial education and investor protection in Europe: the role of ESMA*, intervento alla *IOSCO World Investor Week, FSMA Conference*, 3 ottobre 2017, ESMA35-42-597, il quale sottolinea come il regolamento istitutivo assegni all'ESMA essenzialmente una funzione di revisione e coordinamento delle iniziative nazionali di educazione finanziaria.

11 G. D'ALESSIO, R. DE BONIS, A. NERI, C. RAMPAZZI, *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 588, dicembre 2020. L'indagine, condotta nell'ambito dell'esercizio internazionale coordinato dall'OCSE, registra rispetto al 2017 un miglioramento delle conoscenze finanziarie, a fronte di una sostanziale stabilità dei comportamenti e delle attitudini, confermando tuttavia il ritardo dell'Italia nel confronto internazionale e significative differenze riconducibili al livello di istruzione, al genere, all'età e alla localizzazione geografica. In termini più recenti, v. altresì *Edufin Index 2024*, III ed., dal quale emerge che solo il 40% della popolazione raggiunge la soglia di sufficienza nell'alfabetizzazione finanziaria e assicurativa e che permangono sensibili divari per genere, età e area geografica.

12 Cfr. CONSOB, Relazione per l'anno 2013, spec. p. 42, ove si dà conto del progetto "Carta degli investitori", elaborato con le principali Associazioni dei consumatori con finalità informative, formative e di rafforzamento della tutela dei risparmiatori; v. altresì CONSOB, Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-2014, 2017, p. 53, ove si precisa che il progetto è stato varato nel gennaio 2014. Quanto all'attività di monitoraggio, v. CONSOB, Relazione per l'anno 2013, presentazione del 12 maggio 2014, che utilizza i dati dell'Osservatorio su "L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane". In dottrina, F. D'AMBROSI, *Consob e sistema di vigilanza*, Napoli, 2017, p. 122.

fatto seguito anche la realizzazione di un portale pubblico dedicato¹³.

Si tratta, tuttavia, di interventi che, pur significativi, si sono sviluppati in modo tendenzialmente parallelo rispetto alla funzione di vigilanza, senza incidere direttamente sulla sua definizione normativa¹⁴.

La riforma del TUF introduce, sotto questo profilo, un elemento di discontinuità: l'educazione finanziaria non è più soltanto oggetto di politiche pubbliche o di iniziative istituzionali, ma viene espressamente ricondotta al novero delle finalità della vigilanza, con una valenza che assume carattere ordinamentale.

3. Brevi note di diritto comparato

Chiarita la portata della scelta normativa di ricondurre la promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza, occorre a questo punto verificare come tale funzione sia stata configurata negli ordinamenti ai quali la riforma si ispira. Un tale confronto appare tanto più significativo se si considera che uno degli obiettivi dell'intervento è avvicinare il mercato italiano a sistemi più maturi e competitivi, consentendo così di verificare se anche in tali contesti l'educazione finanziaria sia parimenti elevata a funzione strutturale dell'autorità di vigilanza.

L'analisi comparata restituisce un quadro articolato e per certi versi assai distante da quello della riforma.

In Belgio, ad esempio, la legge istitutiva della FSMA del 2 agosto 2002 (*Financial Services and Markets Authority*) attribuisce all'autorità il compito di contribuire all'educazione finanziaria degli investitori: *"In accordance with this Law and the particular laws that apply, the FSMA is tasked with: [...] contributing to the financial education of users*

13 Cfr. art. 24-bis, in particolare commi 3 e 6, d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, conv., con modif., dalla l. 17 febbraio 2017, n. 15, recante «Disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale». In attuazione della disposizione, il Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria è stato istituito con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca e con il Ministro dello sviluppo economico, 3 agosto 2017. Nell'aprile 2018 è stata inoltre resa disponibile la prima versione del portale pubblico nazionale di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale «Quello che conta», successivamente confluito nell'attuale Portale dell'Educazione Finanziaria, consultabile all'indirizzo <https://www.comitatoeducazioneфинanziaria.gov.it/>

14 In questa prospettiva, l'educazione finanziaria è stata tradizionalmente configurata quale strumento complementare rispetto ai presidi propri della regolazione e della vigilanza. Cfr. A. GENOVESE, *Intervento alla Conferenza di apertura del Mese dell'Educazione Finanziaria*, Banca d'Italia, Roma, 1° ottobre 2018, spec. p. 2, ove si evidenzia come l'innalzamento dei livelli di educazione finanziaria sia funzionale ad «affiancare il sistema delle tradizionali tutele del risparmio», nel cui ambito sono distintamente richiamate la regolamentazione dell'offerta, la vigilanza amministrativa e i meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie. In dottrina, nello stesso senso, V. MIRRA, *L'educazione finanziaria: un mezzo complementare alla legislazione bancaria e finanziaria per uscire dalla crisi. L'Italia finalmente ha una sua Strategia nazionale*, in *Dirittobancario.it*, 31 luglio 2018.

of financial products or services”¹⁵. L’obiettivo è dunque espressamente previsto, ma si configura come funzione affidata all’autorità, non come elemento funzionale dell’esercizio dei poteri di vigilanza.

Nei Paesi Bassi, la *Wet op het financieel toezicht* (Wft) non menziona espressamente la *financial literacy* tra le finalità della vigilanza esercitata dalla *Autoriteit Financiële Markten* (AFM), riconoscendo tuttavia che tra i compiti assegnati alla AFM vi è anche la promozione della “*awareness of the obligations of financial institutions*”¹⁶.

Nel Regno Unito, la promozione della *financial literacy* non rientra in modo espresso e sistematico tra i *mandates* delle autorità di vigilanza, pur essendo oggetto di iniziative dedicate e di interventi specifici. L’approccio è settoriale e istituzionalmente distribuito, più che ricondotto in modo organico alla funzione di vigilanza.

Negli Stati Uniti, il *Consumer Financial Protection Act* del 2010 attribuisce al *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB) compiti espliciti in materia di *financial education*, prevedendo l’istituzione di un *Office of Financial Education*, incaricato di sviluppare e attuare iniziative dirette a migliorare la capacità dei consumatori di assumere decisioni finanziarie consapevoli, nonché una specifica strategia per accrescerne la *financial literacy*. A tale assetto si affianca la *Financial Literacy and Education Commission*, cui sono affidate funzioni di elaborazione della strategia nazionale e di coordinamento delle iniziative federali in materia¹⁷. Anche qui, tuttavia, la promozione della *financial literacy*, pur normativamente prevista, si affianca all’attività di regolazione e vigilanza, senza essere qualificata come finalità intrinseca della vigilanza stessa.

Il dato comparativo brevemente richiamato favorisce alcune considerazioni di sintesi. In primo luogo, in tutti gli ordinamenti esaminati l’educazione finanziaria assume rilievo,

¹⁵ Art. 45, *Law of August 2002 on the supervision of the financial sector and on financial services*.

¹⁶ U. REIFNER, S. CLERC-RENAUD, *Financial Supervision in the EU. A Consumer perspective*. ANNEX: *National country reports*, submitted to BEUC, the European Consumers’ Organisation, 2011, p. 121.

¹⁷ Cfr., quanto al *Consumer Financial Protection Bureau*, § 1013(d) del *Consumer Financial Protection Act* of 2010, Titolo X del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. 111-203, codificato in 12 U.S.C. § 5493(d), che prevede l’istituzione di un *Office of Financial Education*, responsabile dello sviluppo e dell’attuazione di iniziative volte a «*educate and empower consumers to make better informed financial decisions*», nonché dell’elaborazione e attuazione, in consultazione con la *Financial Literacy and Education Commission*, di una strategia per il miglioramento della *financial literacy* dei consumatori, articolata in obiettivi misurabili. La *Financial Literacy and Education Commission* era stata precedentemente istituita dal Titolo V del *Fair and Accurate Credit Transactions Act* of 2003 (*Financial Literacy and Education Improvement Act*), con il compito di migliorare la *financial literacy* e la *financial education* attraverso l’elaborazione di una strategia nazionale e il coordinamento delle iniziative federali in materia: 20 U.S.C. §§ 9702 e 9703. La Commissione è inoltre tenuta a riesaminare almeno annualmente la strategia nazionale e a presentare al Congresso un rapporto annuale, denominato *Strategy for Assuring Financial Empowerment* (SAFE Strategy), relativo all’attuazione della strategia e alle attività svolte. I rapporti e la documentazione della Commissione sono consultabili sul sito del U.S. Department of the Treasury: <https://home.treasury.gov/policy-issues/consumer-policy/financial-literacy-and-education-commission>.

sebbene secondo paradigmi regolatori differenti. In secondo luogo, in nessuno di essi l'educazione finanziaria viene esplicitamente elevata a finalità del sistema di vigilanza in senso proprio, come avviene, invece, nella novella italiana.

La peculiarità della scelta del legislatore nazionale risiede, pertanto, non tanto in una generica maggiore perentorietà o in una più marcata integrazione tra funzione di vigilanza e funzione formativa, quanto nella specifica collocazione sistematica dell'educazione finanziaria quale modalità attraverso cui perseguire la tutela degli investitori.

Il dato va letto, peraltro, alla luce delle differenze che caratterizzano la struttura dei mercati e le modalità di partecipazione degli investitori. In Italia, in particolare, la progressiva apertura della platea retail verso strumenti di mercato e forme di investimento più articolate si innesta in un sistema finanziario tradizionalmente incentrato sull'intermediazione bancaria e in una cultura del risparmio nella quale gli strumenti bancari hanno storicamente assunto un ruolo centrale. Ne deriva una particolare rilevanza del problema delle competenze necessarie per comprendere caratteristiche, rischi e orizzonti temporali di prodotti finanziari progressivamente più complessi¹⁸.

La scelta italiana, tuttavia, non può essere letta soltanto in chiave di adeguamento al contesto nazionale. Essa si inserisce in una più ampia evoluzione dei sistemi finanziari occidentali, segnata dalla progressiva revisione dell'assunto della piena razionalità dell'investitore. Il paradigma regolatorio tradizionale, largamente fondato sulla *disclosure* e sull'idea che la disponibilità di informazioni adeguate consentisse all'investitore

18 Sul livello di alfabetizzazione finanziaria v. *European Commission, Flash Eurobarometer 525, Monitoring the level of financial literacy in the EU*, luglio 2023, dal quale emerge, per l'Italia, una distribuzione dei livelli di *financial literacy* sostanzialmente in linea con la media dell'Unione, pur permanendo significativi margini di miglioramento; quanto all'autovalutazione delle competenze, soltanto il 18% degli intervistati italiani considera le proprie conoscenze finanziarie elevate o molto elevate, mentre il 28% le giudica basse o molto basse. Sulla struttura del sistema finanziario italiano, v. *European Commission, 2023 Country Report – Italy, Annex 18*, ove esso viene qualificato come «*predominantly bank-based*», con le banche indicate quali principali fornitori di servizi finanziari a famiglie e imprese. In termini più recenti, v. altresì F. APICELLA, A. COLABELLA, A. NUNNARI, F. PIPITONE, *Households' portfolio composition 2010–2023: evidence from the Financial Accounts and from the Survey of Household Income and Wealth*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 910, marzo 2025, che evidenzia, nell'evoluzione dei portafogli delle famiglie italiane, la persistente rilevanza dei depositi, accanto alla crescente incidenza delle forme di risparmio gestito.

di assumere decisioni consapevoli e razionali, ha mostrato nel tempo i propri limiti¹⁹. L'esperienza statunitense è, sotto questo profilo, significativa. Al paradigma informativo sotteso al *Securities Act* del 1933 e al *Securities Exchange Act* del 1934 si è progressivamente affiancato, anche all'esito della crisi finanziaria, un approccio maggiormente attento all'effettiva capacità dell'investitore retail di comprendere e utilizzare le informazioni disponibili. In tale prospettiva si colloca anche il *Dodd-Frank Act* del 2010, che ha affidato alla *Securities and Exchange Commission* il compito di valutare il livello di *financial literacy* degli investitori retail e di individuare strumenti idonei a migliorarne la capacità di assumere decisioni finanziarie consapevoli²⁰.

Le evidenze dell'economia comportamentale hanno progressivamente mostrato come la mera disponibilità dell'informazione non sia, di per sé, sufficiente ad assicurare deci-

19 Sul progressivo superamento del tradizionale paradigma informativo nella disciplina di protezione dell'investitore, alla luce delle acquisizioni della *behavioural finance*, v. G. SPINDLER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 2011, vol. 34, pp. 315 ss., il quale evidenzia come il modello tradizionale di *investor protection* sia largamente fondato sull'assunto della razionalità del soggetto adeguatamente informato e come tale assunto sia stato posto in discussione dall'emersione dei limiti cognitivi e comportamentali degli investitori; V. COLAERT, *Building Blocks of Investor Protection: All-Embracing Regulation Tightens Its Grip*, in *European Consumer and Market Law Journal*, 2017, vol. 6, pp. 229 ss., spec. sul ridimensionamento dell'"information paradigm" e sulla sua progressiva integrazione con regole di condotta e strumenti di *product regulation*. V. altresì E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis, Behavioural Finance and Financial Regulation: In Search of a New Orthodoxy*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2009, vol. 9, pp. 23 ss. In dottrina italiana, particolarmente efficace è l'esempio proposto da A.A. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio. La prospettiva del contratto d'impresa*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2023, I, pp. 307 ss., nt. 13: la mera consegna al cliente del piano di ammortamento, con indicazione della quota capitale e della quota interessi di ciascuna rata, non esaurisce l'esigenza di tutela, ove al cliente sia così richiesto di ricavare autonomamente implicazioni economiche che presuppongono conoscenze tecniche non comuni; occorre, piuttosto, che siano portate alla sua attenzione le conseguenze concretamente rilevanti delle diverse dinamiche del rapporto, come nel caso dell'incidenza temporale dell'esercizio del diritto di estinzione anticipata.

20 Sul piano teorico, l'evoluzione della disciplina si iscrive nel progressivo ridimensionamento delle ricostruzioni fondate sull'efficienza informativa dei mercati e sulla capacità dell'investitore razionale di elaborare correttamente l'informazione disponibile, a favore di approcci maggiormente attenti alle deviazioni dalla razionalità, ai fenomeni di *noise trading* e, più in generale, ai limiti nell'effettiva utilizzazione dell'informazione da parte degli investitori. Sul punto v. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, pp. 4 ss. Sul piano normativo, cfr. § 917 del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010), che ha imposto alla *Securities and Exchange Commission* di esaminare il livello di *financial literacy* degli investitori retail, i metodi per migliorare contenuto, formato e tempestività delle informazioni loro destinate, le informazioni maggiormente utili e comprensibili ai fini delle decisioni di investimento e le iniziative più efficaci di investor education. In attuazione della disposizione, v. *U.S. Securities and Exchange Commission, Study Regarding Financial Literacy Among Investors*, agosto 2012.

sioni finanziarie consapevoli ed efficienti²¹. I *bias* cognitivi, le euristiche e le distorsioni sistematiche incidono, infatti, sulla capacità dell'investitore di utilizzare correttamente le informazioni disponibili, generando non solo vulnerabilità individuali, ma anche possibili inefficienze allocative e distorsioni di mercato. Ciò non significa, tuttavia, che tali limiti possano essere ricondotti a una mera carenza di conoscenze, né che essi siano necessariamente superati attraverso un più elevato livello di alfabetizzazione finanziaria. I *bias* cognitivi possono, infatti, persistere anche in presenza di investitori dotati di competenze adeguate. Proprio per questa ragione, la promozione dell'educazione finanziaria deve essere letta come una componente di una strategia di tutela composita, nella quale essa integra, senza sostituirli, gli strumenti regolatori destinati a governare la complessità dei prodotti e le condotte degli intermediari.

In questa prospettiva, l'educazione finanziaria assume una funzione che trascende la dimensione pedagogica, divenendo fattore di stabilità e di buon funzionamento del sistema.

L'innalzamento dell'educazione finanziaria a finalità della vigilanza non appare, dunque, una scelta eccentrica, ma l'espressione di un paradigma regolatorio che prende atto dei limiti della razionalità individuale e mira a ridurre non soltanto le asimmetrie informative, ma anche quelle cognitive.

La riforma non si limita, da questo angolo visuale, ad allineare l'ordinamento italiano ai modelli più evoluti sul piano degli strumenti, ma tenta di prevenire il rischio che l'innovazione normativa ampli ulteriormente il divario tra potenzialità del mercato e capacità dei risparmiatori di operarvi consapevolmente.

4. L'educazione finanziaria quale finalità della vigilanza nel nuovo art. 5 TUF

Se questo è il contesto nel quale deve essere collocata la novella, occorre ora precisare attraverso quale meccanismo normativo l'educazione finanziaria venga integrata nel sistema di tutela dell'investitore. Il punto assume particolare rilievo perché la riforma non introduce una disciplina organica dell'educazione finanziaria, ma interviene sul piano

21 Sul piano istituzionale, tali acquisizioni trovano un significativo riscontro in *U.S. Securities and Exchange Commission, Staff, Study Regarding Financial Literacy Among Investors*, agosto 2012, redatto ai sensi della § 917 del *Dodd Frank Act*. Lo studio, sulla base di indagini qualitative e quantitative condotte presso gli investitori retail, evidenzia come l'efficacia dell'informazione dipenda non soltanto dalla sua disponibilità, ma anche dal momento, dal contenuto e dalle modalità con cui essa viene comunicata. In particolare, gli investitori mostrano una preferenza per documenti sintetici contenenti le informazioni essenziali, per forme di *layered disclosure* e per comunicazioni redatte in un linguaggio chiaro, conciso e comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tabelle, grafici e altri strumenti di rappresentazione semplificata. Cfr. spec. pp. iv ss. e 10 ss. Più recentemente, SEC *Investor Advisory Committee, Recommendation regarding Financial Literacy and Investor Education*, 6 giugno 2024, ha ulteriormente valorizzato l'esigenza che l'educazione dell'investitore intervenga nel momento stesso in cui questi assume le proprie decisioni, proponendo, tra l'altro, l'accesso in tempo reale a materiali educativi indipendenti, nonché l'impiego di *guard rails*, *speed bumps* e strumenti standardizzati di rappresentazione delle caratteristiche essenziali dei prodotti di investimento.

dei principi generali che governano l'esercizio della vigilanza e, segnatamente, sull'art. 5 TUF. È, dunque, dalla funzione che tale disposizione svolge nell'architettura della vigilanza sui mercati finanziari che deve muovere l'analisi della portata sistematica della novella. La norma, come noto, non attribuisce specifici poteri alle autorità di vigilanza, ma individua gli obiettivi che esse sono chiamate a perseguire nell'esercizio delle competenze loro attribuite dall'ordinamento.

L'articolo 5 svolge, dunque, una funzione di indirizzo generale: esso definisce il quadro funzionale entro il quale devono essere esercitati i poteri previsti dalle altre disposizioni del TUF e dalla normativa europea. Tali poteri si articolano, come noto, in una pluralità di strumenti che comprendono, tra l'altro, il potere regolamentare, il potere informativo, il potere ispettivo e il potere sanzionatorio²². Si tratta degli strumenti attraverso i quali le autorità di vigilanza assicurano la corretta applicazione della disciplina dei mercati, degli intermediari e degli emittenti²³.

In questo contesto si inserisce la modifica apportata al comma 1 dell'art. 5, il quale ora stabilisce che la vigilanza sulle attività disciplinate dalla Parte II del TUF ha, fra l'altro, tra i propri obiettivi "la tutela degli investitori, *anche attraverso la promozione dell'educazione finanziaria*".

La novità consiste nell'inserimento espresso della promozione dell'educazione finanziaria all'interno dell'obiettivo di tutela degli investitori. Essa non viene, dunque, configurata come finalità autonoma e parallela, ma come una delle modalità attraverso le quali la vigilanza è chiamata a perseguire la protezione dell'investitore. Da quest'angolo visuale appare evidente come la disposizione in esame sia diretta ad introdurre non già un autonomo potere di vigilanza in materia di educazione finanziaria, quanto piuttosto ad attribuire a tale profilo una funzione orientativa dell'attività di vigilanza medesima.

22 Per un inquadramento sistematico dei poteri di vigilanza e di intervento della CONSOB v., in particolare, M. VENTORUZZO, S. ALVARO, *I poteri di vigilanza e di intervento della Consob*, in M. Cera, G. Presti (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, II, *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, pp. 2080 ss.; S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, I, pp. 137 ss.; M. FRATINI, *La vigilanza della Consob e della Banca d'Italia*, in L. Zitiello (a cura di), *La MiFID in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2009. Per una ricostruzione storico-istituzionale del ruolo e dei poteri della Commissione, v. S. CASSESE, *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Consob e i poteri indipendenti*, in *Riv. soc.*, 1994, pp. 412 ss.

23 L'evoluzione della disciplina mostra, peraltro, come la funzione di vigilanza non sia rimasta circoscritta al controllo sull'osservanza delle regole, ma sia stata progressivamente orientata anche al perseguimento di finalità più ampie, connesse al funzionamento del mercato, alla tutela degli investitori e alla salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario. Significativa, in questa prospettiva, è l'evoluzione dello stesso art. 5 TUF: l'obiettivo della «salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario» è stato espressamente introdotto soltanto dall'art. 2 del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, di attuazione della direttiva 2004/39/CE. Sul progressivo ampliamento della funzione della vigilanza, sia consentito il rinvio a F. SARTORI, *Verso una nuova governance*, in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, *Atti di convegno Roma, 10-11 aprile 2025*, A. S. GINEVRI (a cura di), Milano, 2026, pp. 8-9.

In altri termini, l'educazione finanziaria viene assunta come una delle componenti attraverso le quali deve essere perseguita la tutela degli investitori. Di tal che, la *financial education* non è più soltanto oggetto di politiche pubbliche, ma diviene un obiettivo che orienta l'esercizio dei poteri regolamentari, informativi, ispettivi e sanzionatori delle Autorità.

Da tale impostazione sistematica possono derivare rilevanti conseguenze sul piano applicativo, con particolare riguardo alle modalità attraverso le quali le Autorità esercitano i poteri di vigilanza loro attribuiti.

In primo luogo, sul piano regolamentare, tale obiettivo può concorrere a orientare la disciplina dei rapporti tra intermediari e investitori non soltanto verso la completezza delle informazioni, ma anche verso la loro effettiva intelligibilità e fruibilità da parte del pubblico²⁴. La promozione dell'educazione finanziaria può così riflettersi nella previsione di modelli comunicativi, strumenti informativi e iniziative di accompagnamento dell'investitore che favoriscano una reale comprensione del funzionamento dei prodotti e dei rischi connessi.

In secondo luogo, nell'ambito della vigilanza informativa, il riferimento all'educazione finanziaria può indurre le autorità a considerare non solo la correttezza formale dei flussi informativi e il rispetto degli obblighi di trasparenza, ma anche l'idoneità complessiva delle modalità di interazione con la clientela a consentire agli investitori di acquisire un livello adeguato di conoscenze e di consapevolezza finanziaria. In tal senso, assume peculiare rilievo la concreta fruibilità delle informazioni, intesa come effettiva possibilità per l'investitore di comprenderne il contenuto e di utilizzarle consapevolmente nel processo decisionale.

Infine, anche l'attività ispettiva e sanzionatoria può essere indirettamente influenzata da tale obiettivo, nella misura in cui la valutazione delle condotte degli intermediari tenga conto non soltanto dell'adempimento formale degli obblighi informativi, ma anche del contributo che l'operatività dell'intermediario offre alla formazione di decisioni di investimento effettivamente consapevoli da parte della clientela. La dimensione sanzionatoria della vigilanza assume, infatti, un rilievo particolare, poiché rappresenta il momento nel quale l'ordinamento valuta *ex post* la conformità delle condotte degli intermediari rispetto agli obiettivi perseguiti dalla disciplina di settore. In questa prospettiva, una maggiore attenzione alla *financial literacy* nella contrattazione finanziaria potrebbe incidere sull'equilibrio tra tutela dell'investitore e principio di autoresponsabilità. Da un lato, essa può determinare un rafforzamento degli oneri gravanti sull'intermediario, chiamato a favorire una comprensione effettiva delle caratteristiche e

24 Sulla centralità della regolazione secondaria ai fini dell'effettiva attuazione della riforma v. M. VENTORUZZO, *La riforma del T.U.F. e del codice civile dopo il d.lgs. n. 47/2026: istruzioni per un uso non ingenuo*, in *Le Società*, 2026, n. 7, p. 769, il quale osserva che «se Consob e Banca d'Italia adotteranno regole coerenti con lo spirito della delega, molte innovazioni potranno funzionare; se aggiungeranno complessità non necessaria, la riforma perderà energia».

dei rischi dei prodotti offerti; dall'altro lato, può contribuire a valorizzare la posizione dell'investitore che sia stato ragionevolmente istruito o che disponga di un adeguato livello di competenza finanziaria.

La novella dell'art. 5 conferma così una tendenza evolutiva della vigilanza finanziaria: accanto alla tradizionale attenzione per la correttezza formale dell'informazione, assume rilievo crescente la dimensione sostanziale della comprensibilità dei prodotti e dei rischi²⁵. L'educazione finanziaria viene quindi a collocarsi nel punto di intersezione tra tutela dell'investitore e buon funzionamento del mercato, come strumento volto a ridurre non soltanto le asimmetrie informative, ma anche quelle cognitive che possono compromettere l'efficienza del sistema finanziario.

Nel contesto delineato è ragionevole attendersi, da un lato, un progressivo innalzamento del livello di competenze finanziarie degli investitori, intese come strumento di maggiore consapevolezza nelle scelte di investimento e di mitigazione del rischio di comportamenti inadeguati nel mercato. Dall'altro lato, tale impostazione potrebbe riflettersi anche sull'operatività degli intermediari. L'educazione finanziaria, infatti, non si esaurisce nella mera chiarezza delle informazioni contrattuali, ma presuppone, almeno in parte, un approccio più attivo nella diffusione di conoscenze finanziarie di base, idonee a consentire agli investitori di comprendere il funzionamento dei prodotti e i rischi connessi. In questa prospettiva, l'inserimento di tale obiettivo tra le finalità della vigilanza potrebbe tradursi, nel tempo, in aspettative regolatorie e di supervisione che richiedano agli intermediari iniziative informative o formative più strutturate, con possibili riflessi sugli assetti organizzativi e sugli oneri di *compliance* connessi alla distribuzione dei prodotti finanziari.

Letta in questa prospettiva, la novella dell'art. 5 sembra riflettere un'evoluzione più generale del paradigma regolatorio: accanto alla tradizionale centralità della *disclosure* e della trasparenza informativa, vengono ad assumere rilievo crescente la capacità degli investitori di comprendere effettivamente il funzionamento dei prodotti e dei mercati²⁶. L'obiettivo non è più soltanto quello di rendere disponibili informazioni corrette, ma anche quello di favorire le condizioni affinché tali informazioni possano essere realmente comprese e utilizzate nelle decisioni di investimento. Un modello insomma più attento alle *capabilities* degli investitori. La portata della novella si coglie, pertanto, non nella creazione di nuovi poteri, ma nella capacità della nuova finalità di incidere sul modo in cui quelle stesse competenze già attribuite alle Autorità vengono esercitate.

²⁵ Sul progressivo affermarsi di una concezione sostanziale della trasparenza, che non si esaurisce nella mera disponibilità dell'informazione ma richiede che il cliente sia posto nella condizione di comprenderne le concrete implicazioni economiche, v. A.A. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio*, cit., pp. 307 ss., spec. nt. 13. L'A. prende sul punto le distanze dall'impostazione secondo cui, nell'ammortamento alla francese, l'esigenza di trasparenza potrebbe ritenersi soddisfatta mediante la spiegazione della dinamica delle quote capitale e interessi accompagnata dal piano di ammortamento.

²⁶ *Ibidem*.

È proprio su questo terreno che il dato sistematico appena ricostruito è suscettibile di tradursi in conseguenze applicative, imponendo di verificare attraverso quali passaggi la promozione dell'educazione finanziaria possa riflettersi sulla disciplina dell'offerta e, mediamente, sull'attività dei soggetti vigilati.

5. Le ricadute sistemiche dell'educazione finanziaria quale obiettivo della vigilanza

Alla luce di quanto precede, l'educazione finanziaria non rileva più soltanto sul versante delle competenze dell'investitore, ma entra nel circuito della vigilanza anche quale criterio suscettibile di orientare la regolazione dell'offerta e, per tale via, i comportamenti degli intermediari. Tale passaggio, tuttavia, non è automatico, poiché tra la finalità della vigilanza e la conformazione degli obblighi dei soggetti vigilati si interpone la necessaria mediazione dei poteri attribuiti alle Autorità e delle fonti che disciplinano i singoli istituti. È proprio attraverso tale mediazione che la nuova finalità può assumere una portata non meramente simbolica, incidendo sugli indirizzi di vigilanza e sugli assetti organizzativi degli intermediari.

La scelta del legislatore è così destinata a produrre riflessi concreti sul funzionamento della disciplina dei mercati finanziari. Nel diritto della regolazione finanziaria, infatti, gli obiettivi della vigilanza non si limitano a orientare l'interpretazione delle norme esistenti, ma costituiscono anche criteri direttivi per l'esercizio dei poteri delle autorità competenti, incidendo sulla definizione delle regole secondarie, sugli indirizzi di supervisione e, più in generale, sulle modalità di applicazione dei presidi di controllo. In questa prospettiva, l'introduzione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza è suscettibile di produrre effetti non soltanto sul piano interpretativo, ma anche su quello regolamentare e operativo, orientando l'evoluzione dei comportamenti degli intermediari e degli assetti organizzativi dei soggetti vigilati. Alla luce di tali considerazioni, è possibile individuare alcuni ambiti nei quali la valorizzazione della dimensione educativa appare destinata a produrre le implicazioni più significative.

Segue. 5.1 Comunicazioni pubblicitarie e promozionali

Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali possono costituire il primo punto di contatto tra intermediario e investitore e incidere significativamente sulla formazione delle aspettative di investimento. In questa prospettiva, il riferimento dell'art. 21 TUF alla correttezza, chiarezza e non fuorvianza delle comunicazioni è destinato a essere letto anche alla luce del nuovo obiettivo di promozione dell'educazione finanziaria. La valutazione della chiarezza non può, pertanto, esaurirsi nella correttezza formale del messaggio, ma deve considerarne l'effettiva idoneità a consentire ai destinatari cui esso è rivolto una comprensione adeguata delle caratteristiche e dei rischi del prodot-

to²⁷. In tale quadro, la vigilanza potrebbe prestare maggiore attenzione alle tecniche di presentazione dei rendimenti, alle modalità di rappresentazione del rischio e, più in generale, all'idoneità delle comunicazioni promozionali a essere effettivamente comprese dalla categoria di investitori cui sono rivolte, anche tenendo conto delle eventuali limitazioni delle competenze finanziarie dei destinatari.

Non può escludersi, inoltre, che tale evoluzione si rifletta anche sul piano regolamentare, attraverso interventi della Consob o mediante atti di *soft law* e orientamenti di vigilanza volti a precisare e rafforzare gli standard di comunicazione nei confronti della clientela retail, con particolare riguardo alla chiarezza sostanziale del messaggio, alla rappresentazione equilibrata di rischi e benefici e alla sua effettiva comprensibilità da parte della platea cui è destinato.

Segue. 5.2 Informativa precontrattuale

La medesima esigenza di effettiva comprensibilità si ripropone, con maggiore intensità, nella fase che precede la conclusione dell'operazione, nella quale l'informazione non è più soltanto destinata a orientare l'interesse dell'investitore, ma a consentirgli di valutare consapevolmente caratteristiche, rischi e costi del prodotto. L'informativa precontrattuale costituisce, infatti, uno dei principali strumenti attraverso i quali il legislatore mira a consentire all'investitore di comprendere la natura, i rischi e i costi dei prodotti finanziari. In tale ambito, una funzione centrale è oggi assolta dal documento contenente le informazioni chiave previsto dal Regolamento (UE) n. 1286/2014 per i PRIIPs, destinato a consentire all'investitore retail di comprendere e comparare le caratteristiche essenziali, i rischi, i costi e i possibili risultati dell'investimento. Per gli OICVM destinati alla clientela retail, tale documento ha sostituito, a decorrere dal 1° gennaio 2023, il precedente documento contenente le informazioni chiave per gli investitori previsto dalla disciplina UCITS.

27 Cfr. art. 44, parr. 1 e 2, Regolamento delegato (UE) 2017/565, secondo cui le informazioni indirizzate ai clienti o potenziali clienti, comprese le comunicazioni di marketing, devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e, in particolare, devono risultare sufficienti e presentate in modo tale da poter essere comprese dal membro medio del gruppo cui sono rivolte o che è verosimile le riceva; la disposizione richiede altresì che l'indicazione dei benefici sia accompagnata da una rappresentazione corretta ed evidente dei rischi rilevanti e che informazioni, dichiarazioni o avvertenze importanti non siano dissimulate, attenuate od oscurate. Il parametro conserva dunque carattere oggettivo, ma è rapportato non a un astratto investitore medio, bensì al gruppo dei destinatari della comunicazione. In questa direzione v. anche ESMA, Common Supervisory Action on the application of MiFID II disclosure rules with regard to marketing communications, 16 gennaio 2023, che, con particolare riguardo ai prodotti più rischiosi e complessi, ha incluso tra i profili oggetto di vigilanza le modalità attraverso le quali gli intermediari individuano il pubblico destinatario delle comunicazioni promozionali. Con specifico riferimento agli organismi di investimento collettivo, v. altresì ESMA, Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds, ESMA34-45-1272, 2 agosto 2021, par. 16, ove si precisa che livello e modalità di presentazione dell'informazione devono essere adeguati alla tipologia di investitori cui il prodotto è destinato e che, nel caso di prodotti accessibili alla clientela retail, la comunicazione deve evitare un linguaggio eccessivamente tecnico e fornire adeguate spiegazioni sulla complessità e sui rischi del prodotto, al fine di facilitarne la comprensione.

L'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza può contribuire a spostare ulteriormente l'attenzione dalla mera disponibilità e consegna del documento informativo alla sua effettiva funzione di comprensione. In tale prospettiva, la disciplina secondaria e l'attività di vigilanza potrebbero valorizzare ulteriormente modalità di rappresentazione delle informazioni idonee a facilitarne l'intelligibilità e, sul piano del rapporto con il cliente, orientare gli intermediari verso forme di comunicazione e spiegazione maggiormente attente all'effettiva capacità dell'investitore di comprendere le caratteristiche e i rischi del prodotto offerto²⁸.

Tale evoluzione potrebbe riflettersi anche sul piano regolamentare, attraverso interventi della Consob o orientamenti di vigilanza volti a rafforzare gli standard di chiarezza e fruibilità dell'informativa precontrattuale. In questa prospettiva, la chiarezza dell'informazione tende ad assumere carattere sostanziale e dinamico, dovendo essere valutata non soltanto in relazione alla struttura e al contenuto del documento, ma anche alla sua effettiva idoneità a rendere comprensibili al destinatario le caratteristiche, i rischi e i costi del prodotto.

Segue. 5.3 Adeguatezza e product governance

La questione della comprensione non si esaurisce, tuttavia, nella qualità e nelle modalità di presentazione dell'informazione. Essa assume un rilievo ulteriore quando la disciplina impone all'intermediario di prendere direttamente in considerazione il livello di conoscenza e di esperienza del singolo cliente. La disciplina dell'adeguatezza e dell'appropriatezza, oggi contenuta nella direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e nella relativa normativa di attuazione, attribuisce già un rilievo centrale alle conoscenze e all'esperienza finanziaria del cliente. Nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, la valutazione di adeguatezza richiede all'intermediario di acquisire informazioni non soltanto sulle conoscenze ed esperienze del cliente, ma anche sulla sua situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite, e sui suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio, al fine di verificare, tra l'altro, che egli possieda le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi dell'operazione o della gestione del portafoglio. Negli altri servizi di investimento

²⁸ Cfr. artt. 5 e 8, Regolamento (UE) n. 1286/2014, nonché considerando 14, 15, 17 e 18. La disciplina del KID è significativamente costruita non sulla mera disponibilità dell'informazione, ma sulla sua effettiva capacità di essere utilizzata dall'investitore retail: il documento deve essere breve, facilmente leggibile, concentrato sulle informazioni essenziali e redatto con linguaggio chiaro, succinto e comprensibile, in modo da facilitarne la comprensione; la standardizzazione della forma e del contenuto deve inoltre tenere conto delle caratteristiche e delle capacità dei consumatori e dei risultati delle verifiche sull'efficacia delle diverse modalità di presentazione delle informazioni. Per gli OICVM v. altresì art. 82-bis direttiva 2009/65/CE, introdotto dalla direttiva (UE) 2021/2261, in forza del quale il KID redatto conformemente al Regolamento (UE) n. 1286/2014 soddisfa gli obblighi relativi alle informazioni chiave previsti dalla disciplina UCITS. Sul più generale passaggio da una concezione meramente formale della trasparenza a una concezione attenta all'effettiva comprensione delle implicazioni economiche dell'informazione, v. A.A. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio*, cit., pp. 307 ss., spec. nt. 13.

soggetti alla valutazione di appropriatezza, il giudizio è invece specificamente diretto a verificare se il cliente disponga delle conoscenze e dell'esperienza necessarie per comprendere i rischi connessi al prodotto o al servizio offerto o richiesto²⁹.

L'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza potrebbe tuttavia incidere su questo assetto, inducendo a valorizzare, accanto alla funzione conoscitiva della profilazione, anche una più marcata funzione esplicativa nei confronti dell'investitore. In questa prospettiva, l'intermediario non sarebbe chiamato soltanto ad accertare il livello di conoscenza ed esperienza del cliente, ma potrebbe essere sollecitato, nei limiti delle competenze e degli obblighi propri del servizio prestato, ad adottare modalità informative ed esplicative idonee ad attenuare eventuali deficit di comprensione emersi nel processo di profilazione³⁰.

Ciò potrebbe riflettersi anche sulle modalità di svolgimento della profilazione MiFID e, più in generale, sulla predisposizione di presidi volti a favorire un'effettiva comprensione dei prodotti finanziari da parte della clientela, soprattutto quando si tratti di strumenti caratterizzati da maggiore complessità. In questa prospettiva, la valutazione delle conoscenze e dell'esperienza dell'investitore non assolverebbe più soltanto alla funzione di verificare la compatibilità del prodotto con il suo profilo, ma potrebbe assumere anche una funzione ulteriore, volta a far emergere eventuali deficit di comprensione sui quali intervenire mediante strumenti informativi ed esplicativi appropriati. La valutazione di adeguatezza verrebbe così ad acquisire, accanto alla sua tradizionale funzione selettiva, anche una possibile dimensione formativa, coerente con l'obiettivo di rafforzare la capacità dell'investitore di assumere decisioni consapevoli.

Il rilievo delle competenze dell'investitore non si esaurisce, peraltro, nella valutazione del singolo rapporto distributivo, ma emerge anche a monte, nella disciplina del-

29 Cfr. art. 25, parr. 2 e 3, direttiva 2014/65/UE, nonché artt. 54, parr. 1 e 2, e 56, par. 1, Regolamento delegato (UE) 2017/565. Sulla centralità della profilatura ai fini delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza v. altresì gli orientamenti dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, che ha ripetutamente sottolineato come il questionario debba consentire di ricostruire in modo attendibile il livello di conoscenza ed esperienza, gli obiettivi di investimento e il profilo di rischio del cliente e debba essere sufficientemente analitico e coerente con gli elementi oggettivamente disponibili all'intermediario. Cfr., tra le altre, ACF, Relazione annuale 2021, spec. sulla «profilatura della clientela», nonché ACF, Relazione annuale 2022. In dottrina, S. FORASASSI, *Profilatura del cliente e valutazione di adeguatezza/appropriatezza negli orientamenti dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF)*, in *Contratto e impresa*, 2021, n. 4, p. 1063 ss.

30 In una prospettiva solo parzialmente analoga, ma significativa sul piano sistematico, v. direttiva (UE) 2023/2225 relativa ai contratti di credito ai consumatori, spec. artt. 12 e 34. L'art. 12 impone ai creditori e, se del caso, agli intermediari del credito di fornire al consumatore «spiegazioni adeguate» sui contratti e sui servizi accessori proposti, affinché egli possa valutarne l'adeguatezza rispetto alle proprie esigenze e alla propria situazione finanziaria; l'art. 34 affida invece agli Stati membri il compito di promuovere misure di educazione dei consumatori in materia di indebitamento responsabile e gestione del debito, prevedendo anche la diffusione di informazioni chiare e generali sul procedimento di concessione del credito. La disciplina mostra così, sia pure in un settore diverso, la tendenza ad affiancare alla mera acquisizione o trasmissione di informazioni strumenti destinati a favorirne l'effettiva comprensione.

la *product governance*, dove la capacità dell'investitore di comprendere la struttura, il funzionamento e i rischi del prodotto assume rilievo già nella definizione del mercato di riferimento e può riflettersi, in un momento successivo, tanto sulle valutazioni di adeguatezza o appropriatezza quanto sui processi di distribuzione degli strumenti finanziari complessi. In tale prospettiva, accanto all'individuazione del target market e alla verifica della coerenza del prodotto con le caratteristiche della clientela cui esso è destinato, potrebbero trovare spazio presidi informativi ed esplicativi specificamente rivolti a ridurre i deficit di comprensione che ostacolano un accesso consapevole al prodotto.

La dimensione formativa verrebbe così a integrare, senza sostituirla, la logica propria della *product governance*: per determinate categorie di strumenti, l'accesso dell'investitore potrebbe essere accompagnato da meccanismi volti ad assicurare il raggiungimento di una soglia minima di comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi dell'investimento. L'educazione finanziaria assumerebbe, in questa prospettiva, non la funzione di rimuovere i limiti posti dalla disciplina di tutela, ma quella di accrescere la capacità dell'investitore di operare consapevolmente entro il perimetro da essa definito.

Segue. 5.4 Assetti organizzativi degli intermediari

Le ricadute sin qui considerate sul piano della relazione con il cliente e dei processi di distribuzione rinviando, infine, a un ulteriore livello: quello dell'organizzazione interna dell'intermediario. L'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra gli obiettivi della vigilanza può produrre riflessi anche sugli assetti organizzativi degli intermediari. Nel diritto dei mercati finanziari, infatti, le finalità assegnate alla vigilanza sono suscettibili di tradursi, sul piano applicativo, in presidi organizzativi e procedurali a carico dei soggetti vigilati.

In questa prospettiva, la valorizzazione della dimensione educativa potrebbe favorire l'integrazione, nei processi interni degli intermediari, di strumenti e procedure volti a rendere più effettiva la comprensione dei prodotti finanziari da parte della clientela. Ciò potrebbe tradursi, ad esempio, nella predisposizione di iniziative informative o formative rivolte agli investitori, nel rafforzamento della formazione della rete distributiva e nell'elaborazione di procedure interne destinate a verificare, soprattutto con riguardo ai prodotti più complessi, l'effettiva comprensione delle loro caratteristiche e dei relativi rischi da parte della clientela retail.

Non può escludersi, pertanto, che l'evoluzione della regolazione secondaria e degli orientamenti di vigilanza conduca a una progressiva valorizzazione, nell'ambito dei requisiti organizzativi degli intermediari, di presidi specificamente rivolti alla dimensione informativa e formativa della relazione con l'investitore. L'educazione finanziaria verrebbe così ad assumere rilievo non soltanto quale obiettivo esterno dell'azione delle Autorità, ma anche quale elemento suscettibile di incidere sulla configurazione dei processi interni che governano la progettazione, la distribuzione e il monitoraggio dei

prodotti finanziari.

Nel loro insieme, i profili richiamati mostrano come l'introduzione della promozione dell'educazione finanziaria tra gli obiettivi della vigilanza possa dispiegare effetti trasversali su diversi istituti della disciplina dei mercati finanziari. La portata della nuova finalità non sembra destinata a esaurirsi nella qualità delle informazioni rese agli investitori, potendo riflettersi anche sull'evoluzione della regolazione secondaria, sugli indirizzi di supervisione e, più in generale, sui criteri che orientano l'esercizio dei poteri attribuiti alle Autorità. In tale prospettiva, l'educazione finanziaria tende a configurarsi non soltanto come strumento di tutela dell'investitore, ma come criterio capace di concorrere all'evoluzione complessiva della disciplina di mercato, incidendo sulle modalità di organizzazione degli intermediari, sulla relazione con la clientela e sui presidi attraverso i quali vengono governati i rischi connessi alla distribuzione dei prodotti finanziari.

6. Conclusioni di sintesi

L'analisi svolta consente, a questo punto, di cogliere la portata sistematica della novella oltre il dato testuale della modifica apportata all'art. 5 TUF. L'inserimento dell'educazione finanziaria nel quadro delle finalità della vigilanza si colloca, infatti, lungo una più ampia linea evolutiva della disciplina dei mercati finanziari, nella quale la tutela dell'investitore tende progressivamente a misurarsi non soltanto con la correttezza e completezza dell'informazione resa, ma anche con la concreta capacità del destinatario di comprenderla e di utilizzarla consapevolmente nelle proprie decisioni.

La scelta legislativa riflette, sotto questo profilo, il progressivo ridimensionamento del paradigma fondato sull'investitore pienamente razionale e sulla conseguente centralità della *disclosure*. La disponibilità di informazioni corrette e complete non garantisce, di per sé, decisioni consapevoli, soprattutto in mercati caratterizzati da prodotti complessi, strutture contrattuali articolate e rischi di non immediata percezione. L'educazione finanziaria viene così ad affiancare alla tradizionale riduzione delle asimmetrie informative l'esigenza di intervenire sui limiti cognitivi che possono ostacolare l'effettiva comprensione dell'informazione, concorrendo in tal modo non soltanto alla protezione del singolo investitore, ma anche al buon funzionamento del mercato. Sotto questo profilo, la soluzione accolta dal legislatore italiano presenta un tratto peculiare. Negli ordinamenti esaminati, la *financial education* costituisce prevalentemente oggetto di specifiche politiche pubbliche o di compiti autonomamente attribuiti alle autorità; nel nuovo art. 5 TUF essa viene invece ricondotta direttamente alla finalità di tutela degli investitori e, per tale via, inserita nel quadro funzionale entro il quale devono essere esercitati i poteri di vigilanza. Non viene introdotta una nuova competenza, ma una finalità suscettibile di orientare l'esercizio di quelle già attribuite alle Autorità.

La portata della riforma dipenderà, pertanto, dal modo in cui essa troverà attuazione nella regolazione secondaria, negli orientamenti di supervisione e nella prassi di vigilanza. I suoi effetti potranno riflettersi sulla disciplina delle comunicazioni promo-

zionali e dell'informativa precontrattuale, sulle modalità di applicazione delle regole di adeguatezza, appropriatezza e *product governance*, nonché sulla configurazione dei presidi organizzativi che governano la relazione con la clientela. In ciascuno di questi ambiti, il baricentro della tutela potrebbe progressivamente spostarsi dalla mera disponibilità dell'informazione alla sua effettiva comprensibilità.

Resta, peraltro, necessario evitare che l'educazione finanziaria venga impropriamente trasformata in un indistinto obbligo formativo gravante sugli intermediari o, sul versante opposto, in uno strumento attraverso il quale trasferire sull'investitore le conseguenze di condotte distributive non corrette. La promozione delle competenze finanziarie non attenua i doveri professionali degli operatori, né può sostituirsi alle regole poste a presidio della correttezza, della trasparenza e dell'adeguatezza delle condotte. Essa può, piuttosto, concorrere a ridefinire il rapporto tra protezione e autoresponsabilità, nella consapevolezza che quest'ultima può essere effettivamente valorizzata soltanto quando l'investitore sia posto nelle condizioni di comprendere natura, caratteristiche e implicazioni delle proprie scelte.

La novella segna, in definitiva, il passaggio da un modello di tutela prevalentemente incentrato sulla trasmissione dell'informazione a un modello maggiormente attento alle condizioni della sua effettiva comprensione. È in questo passaggio che sembra potersi cogliere il significato più profondo della riforma: la competitività di un mercato dei capitali non dipende soltanto dalla varietà e innovatività degli strumenti disponibili, ma anche dalla capacità dei risparmiatori di accedervi e di operarvi consapevolmente. L'educazione finanziaria tende così ad assumere rilievo non più soltanto come complemento esterno della vigilanza, ma come criterio capace di concorrere all'evoluzione della disciplina e delle pratiche di mercato.